全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

HZ BOOKS
华章经管

WILEY

投资者的心灵修炼

A Wealth of Common Sense

Why Simplicity Trumps Complexity in Any Investment Plan

[美] 本·卡尔森（Ben Carlson）著 罗桂连 张燕 宋娜 译

林利军 邵宇 王家春 郝联峰 联袂推荐



机械工业出版社
China Machine Press

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



投资者的心灵修炼

A Wealth of Common Sense

Why Simplicity Trumps Complexity in Any Investment Plan

[美] 本·卡尔森（Ben Carlson） 著 罗桂连 张燕 宋娜 译

机械工业出版社
China Machine Press

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开
www.55188.com
理想藏书55188

图书在版编目（CIP）数据

投资者的心灵修炼 /（美）本·卡尔森（Ben Carlson）著；罗桂连，张燕，宋娜译．—北京：机械工业出版社，2017.6

书名原文：A Wealth of Common Sense: Why Simplicity Trumps Complexity in Any Investment Plan

ISBN 978-7-111-57012-7

Ⅰ．投…　Ⅱ．①本…　②罗…　③张…　④宋…　Ⅲ．投资－研究　Ⅳ．F830.59

中国版本图书馆 CIP 数据核字（2017）第 105100 号

本书版权登记号：图字：01-2017-2008

Ben Carlson. A Wealth of Common Sense: Why Simplicity Trumps Complexity in Any Investment Plan.

Copyright © 2015 by Ben Carlson.

This translation published under license.Simplified Chinese translation copyright © 2017 by China Machine Press.

No part of this book may be reproduced or transmitted in any form or by any means, electronic or mechanical, including photocopying, recording or any information storage and retrieval system, without permission, in writing, from the publisher.

All rights reserved.

本书中文简体字版由 John Wiley & Sons 公司授权机械工业出版社在全球独家出版发行。未经出版者书面许可，不得以任何方式抄袭、复制或节录本书中的任何部分。

本书封底贴有 John Wiley & Sons 公司防伪标签，无标签者不得销售。

投资者的心灵修炼

出版发行：机械工业出版社（北京市西城区百万庄大街 22 号　邮政编码：100037）
责任编辑：黄姗姗　　责任校对：李秋荣
印　　刷：北京市荣盛彩色印刷有限公司　　版　　次：2017 年 6 月第 1 版第 1 次印刷
开　　本：170mm×242mm　1/16　　印　　张：12.5
书　　号：ISBN 978-7-111-57012-7　　定　　价：59.00 元

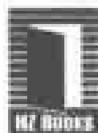
凡购本书，如有缺页、倒页、脱页，由本社发行部调换
客服热线：（010）68995261　88361066　　投稿热线：（010）88379007
购书热线：（010）68326294　88379649　68995259　　读者信箱：hzjg@hzbook.com

版权所有·侵权必究
封底无防伪标均为盗版
本书法律顾问：北京大成律师事务所　韩光 / 邹晓东

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

华章经管

HZBOOKS | Economics Finance Business & Management



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



谨以此书献给 Cortney 和 Libby
他们让我的生活充满阳光

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

推荐序一

真正适合做投资的是这类人

复旦师弟罗桂连博士领衔翻译的《投资者的心灵修炼》邀我作序，欣然提笔。

我于 2004 年回国创业，在过去投资生涯中做了汇添富基金，去年又做了正心谷创新资本。投资生涯中，我有幸看了上千家企业，投了很多非常好的企业，当然也犯了很多错误。

我想来想去，发现每个人心的不同，就是他内心力量的不同。作为投资人，若想在正确的时间、地点，选择正确的投资标的，归根结底还要靠人，靠人的心灵修炼。

“每代人都需要新的革命。”第一次读到美国第三任总统托马斯·杰斐逊这句名言的时候，我还在读小学。学校位于福建武夷山区一个景色秀美的小县城，那里有清澈碧绿的小河和层层叠叠的小山峦，整个县城就在小河两边轻轻舒展。年少的我读到这句话时虽然有些激动，但是为什么而激动？这句话的真正含义是什么？我们 70 后这代人的革命到底在哪里？彼时的我完全不知道。

武侠情怀

在我读中学期间，流行看武侠小说。我看的第一本武侠书就是金庸的《射雕英雄传》。一套四本拿到手后，我废寝忘食，不能释手。书

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

中郭靖的故事让我深深感动，他于患难流离之际诞生，天资愚笨、不适练武，但侠义热肠、一身正气。经过无数的磨难和坚持，郭靖终成为一代“侠之大者，为国为民”的武林宗师，并成为抵抗外侮的民族英雄。

那一段时间，我整天脑子里想的就是去哪里搞本武林秘籍，拜个师傅学个“降龙十八掌”，再好好练习九阴真经或者全真派的内功，成为现代版的郭靖，成为一代武林大师，除恶济贫，替天行道。也许这就是我们的革命?

当然，很快我就发现这样的幻想非常不切实际，终于开始认真学习，成绩也越来越好。考上大学那一年，正逢中国股市从初创到迅速发展的阶段。我参加了校园里热火朝天的模拟股市，组织学生模拟投资，也如饥似渴地看完了当时图书馆中所有与证券投资有关的书籍。现在我做基金、投身投资行业，可以说是当年种下的因。

坚强阿甘

读大学的时候，校园里特别流行看录像和电影。我最喜欢《阿甘正传》。记得那时，这个电影我连看了三遍。看着看着，我好像从阿甘身上看到了郭靖的影子。他们都天资不高，但均有着非常好的个人品质，他们宅心仁厚，简单无私，同时自强不息，坚忍不拔，终于成就了成功和快乐的人生。

巴菲特定性

1994年我有幸成为交易所的一名红马甲。后来又攻读研究生，再返回交易所工作。在此期间，我开始对巴菲特着迷起来，读了不少关于巴菲特的书，也开始学习他给投资者的信。那时，我以为，作为世界上最成功的投资家，巴菲特一定是全世界最聪明的人。

后来我到哈佛读MBA，其间巴菲特曾两次来学校演讲和上课。每次我都认真聆听，并有幸和他近距离接触，他展现的质朴的品质着实让我

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

震撼。回国创立汇添富基金之后，我更加深入地学习了巴菲特的文章和信件，也两次参加了巴菲特的股东年会。

我的同事刘建位是业内有名的巴菲特研究专家，他给了我很多的指导和帮助。有趣的是，在研究学习巴菲特的过程中，我越来越从巴菲特的身上看到了郭靖和阿甘的影子。

这从一个例子就可以看出。我第一次到奥马哈“朝圣”的时候，当地机场有一个大幅的广告，用的是年轻英俊的巴菲特的大幅照片。做广告的是纳不拉斯卡大学，其目的是在宣传自己是一所非常好的学校，理由是巴菲特的本科就是在这所大学就读的。

当然，和美国真正的好大学相比，纳不拉斯卡大学真是差距不小——按照《福布斯》的排名，它只能排在247位。很显然，年轻的巴菲特并不是一个在世俗教育体系中表现突出的孩子。

但是巴菲特却与郭靖、阿甘一样，有着特别优秀的个人品质。首先，他是一个极简单的人。首先，他的投资理念和投资方法非常简单，而且形成之后从来没有变过。每次去参加他的股东大会，他讲的都是类似的内容，但是听起来一点也不觉得啰唆。他的生活非常简单，至今仍然住在1958年花3.15万美元购入的房子里，自己开一辆凯迪拉克，吃的是他从小就喜欢的牛排。

其次，他是一个极其坚忍的人。正如巴菲特的女儿苏茜所说：“我的父亲有自己的内部评价标准，这个内部评价标准从来不会受到其他人的影响。”巴菲特是性格上的天才，具有无与伦比的独立思考能力、专注工作和不受外界干扰的能力。

另外，他还是一个正直无私的人。他捐出自己绝大部分财产给盖茨基金会，甚至连以自己冠名的基金会都没有成立。

三者合一

真正成功快乐的人大都是如此：简单、正直、没有私心与坚忍不拔。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

到了 40 岁，我才明白，其实郭靖、阿甘和巴菲特都是同一类的人。他们在年轻的时候就形成了非常优秀的个人品质，那就是简单、正直、没有私心与坚忍不拔。他们的成功绝不是因聪明机巧而比其他人更快、更高、更强的结果，相反，是比他人更简单、更质朴、更坚忍的结果。

金庸是这样说郭靖的：追女孩子最好朴实无华。欧阳克追黄蓉用那么多花招，还不如郭靖请的一顿饭。阿甘的一生印证了他的一句台词：Stupid is as stupid does，即傻人做傻事，或者说：傻人有傻福，这很有趣地印证了东西方的文化在大智若愚上的一致性。

在瞬息万变的资本市场中，有太多头脑聪明反应机敏的优秀人才，像巴菲特这样的人物却是凤毛麟角：不用电脑、哪怕别人赚翻了也不碰自己不理解的股票、不看好市场时可以几年离开市场。这已经远不是投资技术与技巧能够概括的，更多是一种像孩子般的天然简单和人性上的沉着坚忍。

回顾历史环顾世界，我们会发现，真正成功快乐的人都是如此。无论是稻盛和夫、乔布斯，还是我们中国历史上的王阳明、曾国藩等，他们能够成功，都是因为他们的简单、正直、没有私心与坚忍不拔。

到现在我就能够理解了，托马斯·杰斐逊所说的“每代人都需要新的革命”，首先指的是每代人每个人需要完成对自己的革命，让自己的个人品质真正达到优秀。之后才是在他所属的那个时代，抓住时代的机遇，为国家和社会的进步、为他人的幸福做出努力。

可见，人生真的就是一场修行！正如稻盛和夫所说，人不论多么富有，多么有权势，当生命结束之时，所有的一切都只能留在世界上，唯有灵魂跟着你走下一段旅程。

人生不是一场物质的盛宴，而是一次心灵的修炼。修炼好的人生在谢幕之时将比开幕之初更为高尚！

林利军
正心谷创新资本　合伙人

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

推荐序二

投资者需要修炼“高异心性”

人类之事，好像没有比金融市场的投资更难的了。古往今来，杰出的文学家、艺术家、科学家、军事家、政治家、革命家不可谓不多，然而可以称为金融市场投资大师的屈指可数。

金融市场的投资之所以这么难，是因为它需要洞悉市场在泡沫膨胀与破裂的长周期循环中处在哪个阶段，需要有一套可靠的与中短线不确定性进行“试错博弈”的方法体系，需要在第一时间对纷繁的噪声和有用信息做出鉴别，需要独立挖掘和洞悉别人看不到的重要因素，需要区别统计上的相关性与真正的因果关系，需要及时把握主要矛盾的动态变化以避免刻舟求剑，需要构建超越世俗生活的“对”与“错”的哲学观念，甚至使自己成为超越任何一个哲学流派的哲学家，需要洞悉大众人性规律和自我人性的特点，进而从本我的弱点中分离出来并战胜它……

简言之，要成为金融市场成功的投资者，不仅要有一套超越大众并适应市场特性的思维方法，更要磨练出超越大众和本我弱点的“高异心性”。

尽管金融市场的投资这么难，且其“受伤”和“死亡”率高于大部分的战争和战役，但全世界范围内心怀鲤鱼跳龙门一般的侥幸心理着迷于、沉湎于其中的人不计其数。据说这是因为在人类所有的行为中，没有什么比金融市场的投资更能刺激多巴胺的释放。当然，纸币脱离贵金

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

属约束以来，货币供应量和纸面财富以史无前例的速度增长，这促使人们越来越深地依赖于金融市场实现财富的保值与增值。

既让人无比兴奋，又最让人极度焦虑，既让一些人盆满钵满，又让一些人血本无归，这就是金融市场。它既是天堂又是地狱。

金融市场的投资如此之难，至于迄今为止，全世界范围内可称为“投资宝典”的著作几乎没有，真正富有教益、没有误导的著述也非常之少。所以，得知罗桂连先生在工作之余牵头将本·卡尔森所著的《投资者的心灵修炼》译成中文，欣然写上几句为之序。

该书在内容上覆盖了金融市场投资所涉及的所有关键问题，澄清了许多大众化的认识误区，对于投资者提升专业思维和心性均有启发意义。作者兼具丰富的实践经验和方法论，善于化繁为简，所以专业投资者和普通投资者都容易从书中吸取教益。

王家春
中国保险行业协会首席长期利率专家
中国人保资产管理公司原首席经济学家
养老金投资决策负责人

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

推荐序三

投资十要十不要

罗桂连博士的译作《投资者的心灵修炼》即将出版，给我看了翻译稿，颇多心灵相通的共识。由此，欣然提笔，将我在国内投资行业长期积累的感悟整理出来，作为推荐序。

投资是离钱最近、门槛最低的行业，也是最难的行业。我整理的《投资十要十不要》，是我这些年一直坚守的投资基本原则，也是投资长跑中的经验之谈。

投资十要

（1）**重在人品。**小胜凭智，大胜凭德，投资事业中，人品最为重要。成功的奥秘是帮人成功，致富的奥秘是帮人致富。做大事者必须不断磨砺其正直、诚信、善良的品格。从事投资事业，应乐观、勤奋、好学、进取、严谨、宽容、尽责，巨量财富可使人丰裕，也可使人异化。

（2）**绝不赔钱。**投资成功的关键是避免重大损失，再大的熊市，也要控制亏损，绝不赔钱。做到绝不赔钱的要点是风控为先、基于研究、保住本金、策略导向。没有完善的风控措施就不要进行大规模投资。坚持基于研究的投资，不要以赌博、碰运气的心态看待市场，不投自己不熟悉的标的，有十分把握才下注，遭遇不顺马上休息。目标是投资的起点，有什么样的投资目标就有什么样的投资理念、投资策略和投资绩效。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

如能实现绝不赔钱、跑赢市场的目标，你就可以适应任何市场。策略导向，而不是预测导向，预测市场的顶底是非常危险的，通常需要有周全的投资策略，判断对错并不重要，重要在于正确时赚了多少，错误时亏了多少。不要赚最后的3%，不要总是想买在最低点、卖在最高点。

（3）**因人而异。**机构投资与个人投资存在很多不同。机构投资，关键是适应机构文化、理解资金性质、不要犯错，要有一套明晰的制度，权责明晰，分散决策，一人拍板（投资决策事项可以划分为若干类或若干账户，每人负责一部分，考核到人）。可以讨论，但特定事项最终只能由一个人拍板、一个人负责。集体负责，实际上是谁也不负责。投资决策制度要贯彻知行合一的原则和谁决策、谁负责、考核谁的原则，岗位职责明确并保持相对稳定，考核与职责分工对应。个人投资，关键是要做对并稳定获利；基金投资，关键是不要做错，这意味着价值投资、稳健投资、中庸投资、均衡配置；保险投资，首先要做资产负债匹配分析。

（4）**尽早投资。**如果每年投资收益率是20%，50年后，资产将增长10 000倍，但如果晚投了10年（只投资了40年），资产就只能增长1500倍。

（5）**全面投资。**必须关注各类资产市场。风水轮流转，通常每年至少有一类市场的平均收益率超过名义GDP增长率。越少人关注的市场，越有成功的机会。利用市场的愚蠢，进行有规律地轮动投资。

（6）**价值投资。**价值投资不等于买大盘股、蓝筹股，不等于过分关注分红，甚至关键不在于买内在价值被低估的股票（因为内在价值很难客观评估）。价值投资的内涵是：①投资股票就是投资企业；②购买净利润持续、稳定、快速增长的公司股票，好的公司比好的价格更重要，公司发展的持续稳定性比成长性重要，只投未来5年或10年盈利能力、基本面增长比较确定的公司，剔除不能理解或搞不懂的投资标的；③积极心态长期持有，投资收益主要来自公司的成长，来自复利，来自耐心，而不是价格的波动，长期来看，股票和房地产的平均投资收益率会跟上

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

名义 GDP 增长率；④关注内在价值被低估的股票。

（7）**辩证唯物**。历史总在重演，无论何时，只要人们声称这一次投资会与以往不同，恰该攥紧钱袋逃跑。但历史不会简单重演，只有变化是不变的。股市如潮水，大赚（大亏）之后通常紧接的是大亏（大赚），暴涨（跌）后通常有暴跌（涨），排队买进（卖出）到排队卖出（买进）的转换，可能就在一夜之间，因此要胜不晕、败不馁，反思成功、庆幸失败。相信久经检验的理念、原则、策略、方法，抛开唯心的结论。所有预测都可能出错，只有不确定是确定的。

（8）**顺势而为**。分析宏微观经济的基本面趋势，进行资产配置。长期投资可只看微观基本面，忘掉大势，中短期投资要先看大势，覆巢之下，焉有完卵，当大势不利时，要果断收缩战线。截住亏损，让盈利奔跑，当有机会获利时，要大胆果断，如果一开始就获得丰厚利润，应继续扩大，千万不要畏缩不前，而赔钱时尽量把赔钱的数额控制到最小的范围内。顺势投资赚大钱赔小钱，逆势投资赚小钱赔大钱，亏得倾家荡产的投资者基本上都因逆势投资。

（9）**淡化选时**。根据宏观基本面做大类资产配置的环节要强化，而大类资产配置确定后，要淡化选时。实践证明，绝大部分的投资者（包括非常专业的投资者）在选时上的超额收益都是负的。宁要模糊的正确，不要精确的错误。做投资不是要战胜别人，而是要战胜自己的贪婪和恐惧。公募基金经理要保持心态平和，不选时，精选股，仓位永远盯基准，股票不愿持有十年的不要持有一天。最大的投资错误不是来自自信或分析因素，而是来自心理因素。

（10）**学会休息**。猎豹大部分时间在守候，学会休息，才能抓住大的投资机会。休息有时意味着空仓不动，有时意味着持仓不动，大类资产配置完成后，为什么一定还要动动不休呢？特立独行，尽量远离那些促使你做出仓促决定的环境。耐心等待机会，只做最有吸引力的交易。成大事者需要忍耐、忍耐、再忍耐，从这个意义上讲，投资赚到的钱，就

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

是一种忍耐费。

投资十不要

（1）**迷信权威。**自己投资，就要独立思考、相信自己。知行合一是投资的基本法则，依靠别人建议很难取得良好的投资业绩。不要迷信专家、分析师、权威、理论、政策、内幕消息、玄学，要相信自己、相信事实（如宏观经济、估值水平、资金、趋势、久经检验的历史规律和慎重考虑的投资策略）。

（2）**归咎别人。**自己做出的投资决策，自己负责。不要总想为证明自己正确而寻找理由，应该反思怎样做得更好。

（3）**预测导向。**投资要符合久经检验的投资原则和策略，清楚地将市场买卖与市场预测分开。不确定性是投资的朋友，有把握时才下注，投资策略还要考虑到预测错误的情况。

（4）**孤注一掷。**永远不要孤注一掷，小概率事件常常发生。

（5）**轻视长远。**行为金融学研究发现，人类具有高估短期因素影响、低估长期因素影响的倾向，如能克服这一倾向，人们的投资收益率可有显著提高。如某上市公司（白酒行业的龙头），业绩连年保持持续、稳定、快速增长，但很少有投资者愿意买入（更别说耐心持有）。很多投资者对我说，它短线涨得太高了、市盈率太高了，但他们都不愿意抱着利润增长多少倍、股价大致增长多少倍的理念长期持有。

（6）**放任亏损。**如果你不是从事基于基本面深入分析的长期投资、价值投资，那么若你的一项投资曾经盈利，就永远不要让它变成亏损（跌到盈亏平衡点止损）。如果亏了钱，不要总想翻本，有时需要接受损失，第一时间止损，把自己的资金投到更好的地方。

（7）**逆势而为。**顺势而为者赚大钱亏小钱，逆势而为者赚小钱亏大钱。巴林银行、长期资本管理公司、量子基金、中航油新加坡分公司等运气不佳的投资机构其巨大的亏损数额都是源于逆势而为（越跌越买或

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

越涨越卖）。

（8）**纠缠成本。**一只证券买入后，其买入成本就是沉没成本，是在未来投资决策中不应考虑的因素。我们经常会听到人们说："这只股票，涨到我的成本价我亏点手续费就出来""这只证券我赚一倍了，我再换一只做做"。过分纠缠沉没成本，只会束缚投资者的理性思维和投资决策。

（9）**过度交易。**如果可动可不动，就不要动。看不准、看不懂或不确定时耐心等待，方向明确时才出击，持券和持币都需要耐心。

（10）**害怕犯错。**承认错误，改正错误，并原谅别人的错误。不因怕犯错误而碌碌无为。不犯低级错误，避免重复错误，不拖延和扩大错误。事先不要怕，事后不要悔。亏钱了要十分谨慎，赚钱了要更加谨慎。

郝联峰
中华联合保险研究所所长

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

导　言

大道至简

1776 年，政治活动家、哲学家及诗人托马斯·潘恩（Thomas Paine）出版了一本妇孺皆知的改变历史的小册子。书名《常识》（*Common Sense*），朴实无华。这本小册子不到 90 页，激发起北美最早的 13 家殖民地，争取从英国独立，组建美利坚合众国。据说实际上每位起义者都读过，或至少听过潘恩写的话语。潘恩在《常识》的导言中如是说：

> 在以下几页，我将仅仅提供一些简单的事实、明显的证据和妇孺皆知的常识。我要求读者做好准备，摆脱偏见和成见，基于理智与情感，做出独立判断，持真守朴，不受当前时代的约束，尽可能拓宽自己的视野。[1]

潘恩的简单言语激励当时的人们为争取独立而战斗。正如美国第二任总统约翰·昆西·亚当斯曾经说的："如果没有《常识》作者的笔，华盛顿的剑将无力举起。"潘恩朴实、常识性的讨论提供了当时最迫切需要的精神动力，将各方面的人士团结起来追求共同的事业。那么，为何潘恩的话语能够引起这么多人的共鸣？简而言之，就是"简单"。当时有很多作者使用晦涩的哲学语言和拉丁文来传播思想，而潘恩选择使用所有人都能理解的、清楚简洁的语言来宣传独立的好处。《常识》很好地满足了酒馆大众的口味，同时也有足够的深度让殖民地的精英人群深以为然。[2]

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

他的文笔契合标题，因为常识在诸多领域都能发挥效果。

致力于缩小复杂与简单之间的差距，提升长期投资业绩，是本书的要点。我认为，当前市面上的诸多投资建议还不如用拉丁文书写，因为对大多数投资者来说，这类投资建议复杂得好像采用另外一种语言。2007 ~ 2009 年的金融危机给投资者心理造成了永久的创伤。很多人不知道该如何前行，还有谁值得信任。我写作本书的目的，是帮助所有投资者运用目前金融行业严重缺乏的简单常识，做出更明智的决策，建构一个指导框架，帮助减轻因市场崩盘造成的持续性损害。有一种假说认为，诸如金融市场这类复杂系统，需要复杂的投资策略和组织机构才能取得成功。太多行业内外的人员相信这一谬论。诸多投资建议对投资者及其投资目标不利，因为做出这些建议的专家对其听众的需求和目标缺乏了解。

我的全部职业生涯都在从事资产组合管理。这种经历让我深知在做投资决策时，往往越少越好。简单胜过复杂。传统知识往往比外国经验更能带来胜算。长期流程比短期结果更加重要。战略视野比战术技巧走得更远。战术技巧可能会在几天内失灵，有时只能持续几个小时。但是投资者可以从战略视野终身受益，因为它可以帮助投资者适应市场变化与经济环境。虽然保持简单不会让预测未来变得更容易，因为没有人有水晶球，不过可以为你做出理性决策提供必要的能力，不论将要面对什么。

关于战略视野有两项操作性定义，均有利于做出更好的投资决策。

（1）视野：看到更为广阔的世界，而不仅是眼前发生的事情。

（2）框架：个人观察世界的特定方式，并利用该方式解释相关事务。[3]

战略视野的重要性在于：如果缺乏战略视野，即使是最优秀的投资者，也可能因为对自身能力缺乏自知之明而招致毁灭。投资者如果不能将各种新闻与市场动态，纳入与自身环境契合的合适背景中进行思考，就是在打一场难以取胜的战争。你观察周围世界的分析框架，决定特定事件将如何影响你对外部因素的反应，进而影响你的投资决策。缺乏视

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

野，观察世界的方法也就存在问题，那么在金融市场进行资产组合管理，就注定会失败。适当的战略视野为投资者提供正确的思维方式，有助于忽略可能影响决策流程的头条新闻和负面情绪的冲击。

我在这里并不是向你推销彩虹尽头的一罐黄金。我没有办法为你提供一夜暴富的神器。事实上也不存在一夜暴富的秘密。积累财富需要时间，也需要耐心，心急吃不了热豆腐。大萧条时期在华尔街工作的金融作家弗雷德·施韦特（Fred Schweb）曾经说过："投机致力于将较少的钱变成很多的钱，有可能不成功；投资致力于防止将很多的钱变成较少的钱，则理应取得成功。"

金融市场与很多其他市场一样，聚集买方与卖方，力求发现和创造价值。如果你了解各类市场的运作模式，更为重要的是人脑如何运作，经过一段时间后，效果将特别明显。投资的目的是获得财务独立，为你的孩子支付大学学费，更多的休假，有更多时间做你喜欢、需要或期待的事情。请记住，市场并不只是创造财富或赚取资产。市场是你获取自由、时间、回忆和心灵平静的场所。只要你制订计划，能够独立行动，这些目标都可以实现。

复杂体系倾向于诱导投资者购买使用一些不必要的投资工具，而绝大多数人要取得成功，真的只需要掌握一些更为传统的投资工具。过去10年我一直使用那些最为复杂的资产组合管理策略，因此我能够讲清投资者真正需要注意的问题，而不会兜售那些只是显示智力和控制力的虚头巴脑的巫术。

噪声

这个星球上的任何人可以获得的信息正在呈指数式增长。今天，任何有智能手机的普通人，手机的功能就超过25年前的美国总统，而我们获取信息的能力也超过了15年前的总统。[4] 任何时候只要我们有需要，动动手指头就可以接触到空前海量的信息，其中有24小时随时更新的新

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

闻。只要按一个键就可以通过电子邮件或社交媒体跟任何人联系交流，而不论他住在何处。我们还可以逐笔了解全球任何一个交易市场的交易数据，甚至可以通过智能手机下单买卖股票。另外，你也无法逃避新闻媒体推送给你的泛滥成灾的新闻和金融信息。

诺贝尔奖获得者、心理学家丹尼尔·卡尼曼通过研究发现：因为一种称为情绪启发式的偏差，人的大脑倾向基于直觉感受快速做出判断和决定，几乎不进行思考或审视。今天可以获得的海量信息，让我们更加容易冲动，进而草率决定下一步如何行动。有时候这种快速反应确实可以让你获益，但投资不是这样。卡尼曼还发现大脑有另外一种功能，即通过逻辑与深思熟虑的思考过程，效果可能要好很多。大脑的这个部分应当用于周到的、深思熟虑的投资决策。卡尼曼说："如果时间允许，慢下来是很好的主意。"[5]

信息流量的增长在未来只会进一步加速，因此我们面临困局。大多数人会埋头不断吸取信息，而不是聚焦于他真正能掌控的重点领域，因此将有用信息与无用信息分开，会越来越重要。研究人员发现当面对着海量信息，同时个人与选择结果之间存在利害关系时，更有可能出现这种控制假象。[6]资产组合管理流程就属于这种情况。我们总是认为拥有更多的选择会更好，但是随着选项的增加，决策的数量和犯错误的可能性也会增加。

例如，全球范围内目前可供选择的共同基金超过7.7万只。[7]随着投资者可选投资标的数量的继续增加，有种假说认为复杂的方法可能更好。实际上，我将力求让你明白"少即是多"，执行更有趣、更聪明的资产组合策略类似于穿针引线。确实有**可能**会有效果，但是不遗余力地增加你要做出的决策数量，只会增加犯错误的概率。

金融市场是一个混乱、复杂的体系，随时都在发生变化。但是，面对复杂体系的解决方案，并不一定需要能够随时采取行动的复杂投资组合。相反，针对市场内生的复杂性，最佳应对之策是建构简单、透明的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

资产组合管理流程，并减少操作活动。金融行业有一种极端的作秀状态，就是将自己弄成资深投资者。这个词会唤起超人一等和特权意识。资深指经验丰富、聪明绝顶，并有能力解决复杂问题。但是，资深只是表明你熟悉那些套路，并不意味着故弄玄虚。纳西姆·塔勒布（Nassim Taleb）在其畅销书《反脆弱》(*Antifragile*）中解释了这种情况：

> 与流行观点不一样，一个复杂系统，并不需要复杂的体制、规则和政策。越简单，越有效。并发症导致不可预测的乘数效应……然而，现代社会难以追求简单，因为这与一些追求复杂的人士的精神气质相悖，他们通过复杂来证明其专业性。[8]

专业投资者及作家查尔斯·埃利斯（Charles Ellis）在其经典著作《赢得输家的游戏》⊖（*Winning the Loser's Game*）中，分享了他的两位最好的朋友的故事。这两位朋友都是医疗领域的顶尖高手，有卓越的业绩记录。两位朋友共同认为，医疗领域毫无争议、最为重要的提升人们健康与寿命的两项技术突破是：青霉素的发明和要求医护人员洗手。埃利斯由此得出的结论是：好的建议并不一定特别复杂。

有那么难吗

在我的职业生涯中，我用心投资、建议或执行过几乎所有你能想到的投资策略、资产类别、证券品种和金融产品。凡是你能想到的，我都有所涉猎。我的客户包括高净值客户、普通客户、手持数百万甚至数十亿美元资产的机构投资者。基于长期的市场操作经验，我有把握说要成为一个卓越的投资者绝不容易，极为稀缺，异常困难。

有多难？从神经专家转型的专业投资者和作家威廉·伯恩斯坦（William Bernstein）说，要成为成功的投资者应当具备4个方面的基本技能：① 对投资流程感兴趣；② 数学技能；③ 对金融史的全面把握；④ 严格执行计划的情绪控制能力。伯恩斯坦对大多数投资者追求卓越的

⊖ 此书中文版已由机械工业出版社出版。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

信心不足，他说："我预计不超过10%的投资者有上述某个方面的能力，如此只有万分之一的投资者（10%的4次方）拥有全部4项能力。"[9]

我同意伯恩斯坦的观点，只有极少数投资者拥有他所列举的全部技能，并有可能获得卓越的投资业绩。因为这不仅需要智力、靠谱的投资流程及与众不同的分析能力，还需要一些运气。这就是为何绝大多数投资者不宜谋求卓越业绩。传奇投资者本杰明·格雷厄姆曾经说过："获得满意的投资业绩比大多数人想象的更容易，而要获得优秀的投资业绩比大多数人想象的更困难。"这就是大多数投资者面对的境况，他们总在追求实现优秀的投资业绩，但是他们不具备获取那个业绩水平必需的内在素质、时间及技能。满意的超过平均水平的投资业绩，会让你超越70%～80%的投资者。获得满意业绩的难度比大多数人想象得容易。首先你必须放弃获得优秀业绩的白日梦，真正认识到只有极少数投资者曾经如愿，而且其中大多数人的优秀业绩还难以持续（本书随后还会进一步介绍）。

普通投资者的宿命是：当他们追求优秀业绩时，通常连平均业绩都难以实现。说来也奇怪，追求更高业绩却很容易做得更差。投资者面临的最大挑战是如何认清自己。这就是普通投资者力求成为世界上的伟大投资者的目标不靠谱的原因。更值得追求的目标是超过平均水平，这个目标完全现实，也可以实现。长期来看，超过平均水平的投资业绩会产生了不起的成绩，主要是利用长期思维、消除非受迫性失误、有足够耐心获得正向复利效应等方面的功效。

问题是：如何实现这些？

下面是一些简单、实用的标准化的投资建议。

（1）长期思维与行动。

（2）排除噪声的干扰。

（3）低买高卖。

（4）控制情绪冲动。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（5）分散投资。

（6）坚持到底。

所有这些建议都很好。问题是**如何**做到？如何知道长期对我意味着什么？如何才能低买高卖？如何控制好情绪冲动？如何正确地分散投资？如何降低干扰资产组合的噪声，坚持到底？本书自始至终就是力求回答这些问题。知道做**什么**比**如何**做的重要性要低一些。

对大多数人来说，最大的问题是好的投资建议往往听起来很好，当回顾既往或规划未来时都很有意义。但是真正执行时，却很少有看起来那么好。通读本书，你会发现这一点既很简单，同时又很难。正如沃伦·巴菲特所说："聪明的投资并不复杂，尽管远不能说容易。"

这句话很好地总结了本书的精髓。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

目 录

推荐序一 真正适合做投资的是这类人 / 林利军

推荐序二 投资者需要修炼“高异心性” / 王家春

推荐序三 投资十要十不要 / 郝联峰

导　　言 大道至简

第 1 章 个人投资者与机构投资者 / 1

- 机构投资者与个人投资者的不同 / 4
- 我们不是超人 / 8
- 多了好几个零 / 10
- 长期思维 / 12

第 2 章 负面知识与成功投资者的必备素质 / 16

- 压倒一切的问题 / 21
- 成功投资者的特征 / 23
- 站在巨人的肩上 / 28

第 3 章 界定市场风险与资产组合风险 / 34

- 波动率：风险还是机会 / 40
- 理解投资的头号原则 / 41
- 风险容忍度问卷 / 42
- 风险与不确定性 / 44
- 风险规避 / 46
- 恐惧与贪婪的循环 / 50

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第 4 章　市场谬论和市场发展史　/ 53

谬论 1：你必须择时投资以获取像样的回报　/ 56

谬论 2：必须耐心等待市场好转后投资　/ 57

谬论 3：只要能预测下一轮衰退，就能择时投资　/ 58

谬论 4：股市的历史走势存在一种精确的模式　/ 59

谬论 5：股票和债券走势总不一样　/ 61

谬论 6：在金融危机期间需要对黑天鹅事件采取对冲措施　/ 63

谬论 7：股票比债券风险更高　/ 64

谬论 7a：债券比股票风险更大　/ 65

缪论 8：21 世纪前 10 年是股票市场失去的 10 年　/ 66

谬论 9：股市到达历史新高意味着将暴跌　/ 67

谬论 10：有息资产更为安全　/ 68

谬论 11：大宗商品是好的长期投资品种　/ 70

谬论 12：住宅是好的长期投资品种　/ 71

谬论 13：投资股市就像在赌场赌博　/ 72

第 5 章　明确投资理念　/ 76

主动和被动管理的程度　/ 78

无为的好处　/ 82

磨炼你的意志力　/ 84

简以至纯　/ 86

明确你想成为哪类投资者　/ 87

第 6 章　华尔街之道　/ 90

穿针引线　/ 94

绝不投资主动型基金？　/ 99

最重要的事情　/ 100

第 7 章　资产配置　/ 103

资产配置决策　/ 105

为何分散化投资很重要　/ 107

均值回归和再平衡　/ 115

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

风险因素、价值投资和耐心的效力 / 118
价值溢价 / 120
聪明贝塔的兴起 / 121
如何顺利实施 / 126

第 8 章 综合投资计划 / 131

为什么需要计划 / 132
投资政策说明书 / 134
生命周期投资 / 136
战胜市场 / 140
存钱 / 141
税收和资产载体 / 142

第 9 章 投资顾问 / 144

审视投资建议的来源 / 147
向投资顾问购买服务 / 149
投资顾问能做什么 / 151
如何成为一名好客户 / 155
基准评价和持续维护 / 157
其他选择 / 158

结论 / 159

注释 / 167

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第 1 章
Chapter1
个人投资者与机构投资者

当“傻”钱领悟到自身的局限性后，就不再傻了。

——沃伦·巴菲特

我刚从大学毕业时，进入资产管理行业工作，参加了一次重要的交流活动。这是我参加的第一轮重要行业会议之一，当时我只有站位。房间里挤满了专业投资者、资产管理人及投资顾问，所有人翘首以待一位著名的亿万富豪级对冲基金管理人发表演讲。现场气氛很热烈。在每一场投资论坛上，总有这么一场所有参与者最为看重的演讲。我们正在等待它的到来。

头号嘉宾站到讲台上，讲了常规性的开场笑话后，开始演讲。演讲涉及市场与投资行业的众多常见话题，基于数据但特别有趣，有时甚至令人捧腹。不难判断出演讲者有多年在诸如此类的大批听众面前的丰富的演讲经验。没有便条与幻灯片。对于听众来说，就好像正在与某位商业伙伴进行一对一的谈话。我周围的每个人都在急切地做笔记，期待未来可以回味他的智慧。回顾当前市场的情况后，演讲人决定花一些时间详细介绍他认为在未来几年，资产管理行业将发生的重大变化。

他明确提出：通过系统化与定量方式建构的低成本的交易所交易基金（ETF）和共同基金这类载体，过去很多以高成本方式，仅服务于高净值客户的最佳的、经过学术检验的、基于证据的投资策略，在不久的将

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

来可以服务于所有投资者。当时 ETF 还刚萌芽，这是一个很少有人提出的大胆判断。他提出了行业的一项重大变化。

依托 ETF 的发展，资产管理行业在过去 15 年经历了资产管理规模的爆发式增长。2000 年，与各类金融资产相关的 ETF 的总资产规模只有 700 亿美元。到 2014 年年末，ETF 的总资产规模接近 2 万亿美元，这是不可思议的增长轨迹。[1] 对于外行，ETF 貌似共同基金，在一个简单的基金架构内，投资者可以持有众多不同证券。最大的差异是 ETF 像股票一样，可以全天随时在证券交易所买卖，而共同基金只在闭市后才能交易。ETF 的建构，有很强的税收和成本效率，其成本总体上比共同基金的成本更低。投资者可以每天看到 ETF 的持仓情况，ETF 比共同基金更加透明。ETF 受共同基金强制买卖的影响更小。[2] ETF 允许专业基金管理机构以诸多有意思的方式，组合分析各种风险因素、行业、地区和资产类型。随着这些策略越来越专业化，在未来还会进一步发展。可以合理预期 ETF 在资产管理行业的市场份额将进一步提高，值得高度重视。

再回到那次投资论坛，当这位基金管理人条分缕析以更低的成本向越来越多的投资者提供更好投资策略的背后原因时，我不禁点头认可。这些原因有：竞争加剧、信息更加透明、对投资策略回溯测试研究的不足、大多数专业资产管理人出身于相似的学术流派等。资产管理人想以更高的成本向个人投资者提供更加高级的投资管理服务的说辞，越来越难以得到认可。理由在于那些更加新奇的产品，不能提供明显的超额收益，但是，如果成本更低，投资者在扣除成本后可以获取同样水平的净收益率，投资者最终只关心这个因素。

在演讲结束后的问答环节，会场里的专业投资者有机会就演讲内容，向那位对冲基金管理人提问交流。参会人员争相抢夺话筒，向那位著名的投资人发问。第一位提问者有点紧张，直截了当地提问："我们怎么会真的向客户兜售这些低成本基金？难道不怕被认为我们正在购买廉价基金？"我看看会场中的其他人，发现所有人都点头同意这位提问者的观

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

点。他们一个接一个地提出类似的问题。

“我们如何解释使用劣质基金的合理性？”

“你是否认同便宜无好货？”

“当我们选择这些基金时，如何证明我们的专业价值？”

“难道我们现在不是以最高成本购买最佳基金？难道我们不清楚我们现在在做什么？”

起初，对于我的同行们（即更有经验的投资者）的此类反应，我颇不以为然。为何他们不愿意拥抱那些对持有人更有利的低成本投资工具，而客户可能更愿意接受的这类投资策略？投资行业更加受市场欢迎，以更有效率的方式运作，难道对投资顾问、咨询机构及投资管理人不是一件好事？

随后，我逐渐认识到自己的幼稚。我当时还是金融行业的菜鸟。在金融服务领域，涉及金融产品与投资选择时，并非所有事情都是非此即彼的。会场里的赞成者都在考虑同一个问题，即“信号”。如果他们使用较低成本的次级产品，他们将向其客户发出这样的信号：他们未能尽力寻找市场上最优秀的投资产品。这些投资管理人与资产管理机构担心被边缘化。如果他们不能提供投资**最佳基金**的机会，他们如何能服务好当前及潜在的客户？如果你的公司在业内称雄，而你又是其中的佼佼者，那你的竞争优势无人能及。但如果机会向所有有意向的人开放，光环立马消失，你不再有任何特别之处。同时，你获取回报的基础是某种价格昂贵但大众深信不疑的理论。该理论或多或少是一种销售技巧，对行业内外的多数人，只可意会不可言传。

对于这些投资管理人来说，难以打破直觉接受这一事实：如果放弃以高很多的成本获取非凡业绩的机会，他们可以用较低成本获得超过平均水平的收益率。要获得非凡业绩，难度要大很多，不可能所有人都有能力获得非凡业绩，但是他们怎么能承认这一事实而不再尝试？这些投资管理人都是很有竞争意识的精英。他们都曾经入读顶级学院与大学。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

大多数在顶级商学院学习过，或/和持有享有声望的CFA资质。会场上的每个人都很聪明，资历不凡。投资是一项残酷的商业活动。所有人都希望成为最佳投资管理人，在最短时间赚取最多财富。不幸的是，恰恰不可能让全部专业投资管理人都位列业绩排名的顶峰位置。这种愿望难以实现。

在回答完最后一轮观众们提出的愤怒的问题之后，演讲者的面部表情特别有趣。这些专业投资者的反应好像并不在他的意料之外。他坚信市场参与者迟早会回到他的思路上来。但是，要求这些聪明人打破对市场的成见特别困难。要让他们承认可能存在另外一种更为简单的行事方式，实际上并不容易。

幸运的是，个人投资者却不用操心投资管理行业这些根深蒂固的困境。你不需要讨好任何人。为了实现投资目标，你没有必要建构顶级投资组合。只要不需要讨好任何人（实际上你也不应该），你就可以采用一种更为经济、更节省精力的方式获得成功。重要的是实现目标，而不是具体方式。投资领域没有积分累积机制，也不会为高难度投资提供额外奖励。你没有必要给你的投资贴上最佳、最独特的投资策略的标签。没有人会评价你的资产组合，你没有必要与你的同行竞争。最为重要的是，你成功的可能性将有提高。而这才是最关键的。

认识到这一点，你的肩头就卸下一副重担。你将在下一节中看到，始终位居投资者第一方阵，即使对于以此为生的专业投资者，也近乎不可能。

机构投资者与个人投资者的不同

目前专业投资者主导了市场，但并不是一直如此。50年前，散户控制了股票市场，个人投资者贡献了纽约股票交易所超过90%的成交量。目前角色已逆转，机构投资者的交易量占股票总交易量的比例超过95%，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

而占其他可投资证券交易量的比例接近 100%。诸如养老基金、捐赠基金、基金会、主权财富基金、富豪家族办公室这类机构投资者，拥有数万亿美元的资金可以用于投资。[3]

沃伦·巴菲特可能是最为大众熟知的投资者，但是可能很多个人投资者都不知道谁是大卫·史文森（David Swensen）。史文森是机构投资者圈内的沃伦·巴菲特。他是史上最伟大的机构投资者。史文森针对机构投资模式，撰写了《机构投资的创新之路》（*Pioneering Portfolio Management*）。因为他是耶鲁大学捐赠基金的首席投资官，所以由全球成百上千家基金实践的此类资产管理业务模式被称为“耶鲁模式”。从 20 世纪 90 年代中期开始，史文森为耶鲁大学获得超过 20 年的、接近 14% 的年收益率，这可真是一个不可思议的收益率水平。

耶鲁大学的资产组合目前估值超过 200 亿美元。对于那些想复制史文森成功之路的追随者，需要注意耶鲁大学捐赠基金的结构。学校每年成功募集数亿美元的慈善捐款和助学金。常春藤名校毕业生通常乐于回报母校。耶鲁有 26 名全职专业投资人士，在资产组合管理的特定领域各怀绝技。另外，耶鲁大学享受免税待遇，在进行投资决策时可以不考虑税收因素。它们的投资期限接近某种意义上的永远，因为捐赠基金是学校的永久资产。诸如耶鲁这样的大型机构投资者，可以参与一些大多数普通投资者无缘投资的、最低投资额可能特别大的基金。有些交易，只面对行业中规模最大的投资者，从来不对个人投资者开放。大型机构能够插足，只是因为钱多。因为投资规模可以很大，大型基金可以通过谈判支付较低的管理费。

区分个人投资者与机构投资者固然重要，史文森还明确指出即使在机构投资者之间也存在层级差异。在耶鲁大学投资办公室 2013 年年报中，史文森给机构投资者与个人投资者提出如下建议（重点语句是作者标注的）：

投资领域最为重要的区别不是个人投资者与机构投资者的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

> 区别，投资者之间存在的最重要区别在于是否有高水平的主动管理能力。很少有机构投资者具备这种能力，拥有足够资源能获取风险调整后的超额收益的个人投资者数量更少。
>
> 有主动管理能力的投资管理人的正确投资策略，与缺乏主动管理能力的投资管理人的合适投资方法，恰好位于光谱的两端。能力强的主动管理人不仅能在国内与外国股票这类传统资产类别中获得跑赢市场的收益率，而且可以在另类资产和股权投资领域享有更加重要的投资机会，建构风险较低、收益率较高的资产组合。只有那些有主动管理能力的投资者，才有能力在传统资产及非传统资产领域进行资产组合配置，追求战胜市场的投资策略。
>
> **并不存在中间地带。低成本的被动投资策略适合绝大多数缺乏时间、资源与能力，难以做出高质量投资决策的个人投资者与机构投资者。**耶鲁模式的分析框架，只适用于有资源和性情追求风险调整后超额收益的少数机构投资者。[4]

个人投资者起步时面临的最大问题之一是：他们致力于追求较低风险、较高收益的投资时，并未真正理解实现目标的难度有多大。他们认为需要使用最复杂的投资策略来获取成功。而另一方面，那些使用最复杂方式的顶尖高手，总是给个人投资者提供简单解决方案。实际上，他们总说："按我说的做，而不要跟着我做。"换句话说，他们深悟复杂的奥妙，才能理解简单的美妙。个人投资者要自己领悟其中的投资之道，需要经历一个痛苦的过程，最好让别人替你付这份学费。从他们的教训中学习，不犯同样的错误，理解他们的建议，采取恰当的投资方式。

很多投资者深陷史文森描述的中间地带的困境。他们使用复杂投资策略致力于打败市场，但是缺乏足够的资源与技能。此时，战胜市场的意愿却招致低于市场的绩效。过于努力反而成为负担。承认取得史文森那样的卓越投资业绩很难，并没有什么不好意思的。追求卓越投资业绩

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

这一目标只适合于少数投资者，大多数执着于此的投资者最后只能是折戟沉沙。

陷入中间地带的不只是个人投资者，那些资源与技能不如耶鲁的机构投资者，往往也是业绩惨淡。表 1-1 比较了耶鲁大学捐赠基金、其著名同行哈佛捐赠基金、所有捐赠基金、股票与债券分别占 6 成与 4 成的基准组合在不同投资期限的投资绩效数据。这些数字表明，史文森连续几十年的长期收益率是如此卓越，可以称得上业绩非凡。作为耶鲁最大对手的哈佛，也显示了超出市场长期平均收益率的能力。再看看处于机构投资者圈内的所有捐赠基金的投资业绩，与由两只简单的指数式基金按 60/40 比例构成的资产组合的收益率相接近。表中这几项基本上在各个投资期限均与平衡型基金的收益率不相上下，大多数投资新手却对这种收益率不以为然。[5]

表 1-1 捐赠基金年均收益率比较表 (%)

	5 年	10 年	15 年	20 年	25 年
耶鲁大学捐赠基金	3.30	11.00	11.80	13.50	13.20
哈佛大学捐赠基金	1.70	9.40	9.60	11.90	11.50
所有捐赠基金	3.80	6.80	5.60	7.70	8.40
60% 股票与 40% 债券	5.90	7.40	5.70	7.60	8.30

资料来源：Vanguard.

不仅是普通个人投资者难以企及史文森的收益率，即使是他的那些机构投资者同行也很难与其匹敌。实际上，大多数机构投资者可能还无法战胜你今天建构的一个管理费率接近 0 的最为简单的资产组合。史文森本人是被动性基金的支持者，他说："当然，主动管理往往能提供超额收益，这很诱人。可能有少数足够聪明的投资者明知被动投资是更好的选择，却相信自己完全可以打败市场。在任何情况下，对基准收益率的偏离都内含资产组合的重要风险。"[6] 这段话是一位在过去 25 年内战胜市场的业界领袖所言。有时，有人利用复杂的方法进行资产组合管理，却在无意中为那些手头缺乏同类资源的芸芸众生，发现了简单的魅力所在。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

耶鲁确实是机构投资者领域的迈克尔·乔丹。（我个人认为哈佛可能是科比·布莱恩特？）个人投资者若想跟它们比肩并列，无疑是白日做梦。但是，分析其他数十亿美元的资产组合的投资业绩不难发现：一个简单的只是跟踪市场收益率的60/40的股票与债券指数基金的组合，在每个投资周期，表现都还马马虎虎。普通投资者完全可以与专业投资机构同台竞争，只要它们有必要的耐心、纪律及长期视野。

为了赶上甚至超过机构投资者的业绩，个人投资者必须转变思路。你不能用华尔街的规则来打败华尔街。此时，一种特别简单的资产组合：少很多的劳动付出，采用更为简单的投资策略，就可以带来差不多的投资业绩。显然，不是所有机构投资者都可以战胜市场。市场总是有赢家和输家。

我们来分析机构投资者获取收益的全部工作。每只大型基金都有全职团队，少则有几位经验丰富的专业人士，而最大型的养老金基金团队人数超过2000。还有第三方咨询机构与后台员工。管理这些基金的全职员工持续研究与分析市场情况，寻找投资机会。尽管信息获取渠道越来越广泛，但是年度预算还是允许机构投资者，为最优秀的研究与市场数据提供商支付高额报酬。

另一方面，个人投资者通常只能依靠自己。如果你不在投资行业工作，你可能有一份全职工作或一个家需要操心。你不能每天都盯市或进行研究分析。即使你的投资对你的未来福祉特别重要，你还得过自己的生活，没有足够的时间与兴趣，像专业人士那样紧盯市场。因为是自己的钱，作为个人投资者，我们的投资行为受情绪的影响要大得多。我们不是管理别人的资金。没有人比你自己更加关心你的资金。你的投资组合真正包含你的目标与期待。

我们不是超人

投资者犯的最为严重的错误之一是：在形成聪明的投资决策的过程

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

中，让他们的情绪坏事。研究表明，个人投资者往往卖掉赚钱的股票，而死守亏钱的股票。他们看重过去的表现，随大流做决策，价格大幅度上涨时买入更多股票，而在市场崩盘后卖出股票。[7] 如果考虑长时期的复利效应，这类错误让投资者损失了很多钱。

即使拥有上述各种优势，专业投资者也难免会犯同样的错误。研究人员分析了一个由 8 万多个数据构成的数据库，反映 1984 ~ 2007 年间，诸多机构账户的年度观察值。这些基金总共管理了数万亿美元资产。该项研究考察股票与债券的买卖，以及外部投资管理人的决策。研究人员发现，卖掉的资产的市场表现远超过后来买入的资产。这些专业基金不是低买高卖，而是高买低卖。我们经常听说个人投资者在错误的时点买卖共同基金（随后讨论这个问题），但是这项研究发现，专业投资者也会犯同样的错误。实际上，研究者发现，这类错误决策给这些投资者造成的损失超过 1700 亿美元。[8]

另一项研究关注大型养老金计划。这类基金的平均规模为 100 亿美元，但是也犯追逐过去股价表现的错误。考察了 1990 ~ 2011 年间的近 600 只基金后，研究人员发现这些经验丰富的基金在 20 世纪 90 年代末牛市期间，允许调高股票的配置比例，使其超过目标资产配置比例。因此，当市场崩溃时，这些基金持有股票的比例超过投资政策与风险控制的建议比例。2008 年金融危机之后，这些基金调低股票目标配置比例，并维持较低仓位。这些基金没有显示出回归均值的迹象。它们没有通过低买高卖来再平衡。为维持明确提出的目标配置比例，它们本应该在 20 世纪 90 年代末股票高位时减仓，而在 2008 年崩盘时加仓，但是实际情况并非如此。相反，它们只在乎最近的行情，基于后视镜进行投资决策，而不是遵守投资政策的指导。这里，风险管理让位于追逐收益率。[9]

为何从专业投资者到个人投资者均存在此类行为？在经典电影《华尔街》（*Wall Street*）中，迈克尔·道格拉斯扮演的戈登·盖柯有句名言："贪婪，是一个压倒一切的好词。"[10] 如果说贪婪是大多数金融决策的驱动

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

因素，但嫉妒将阻止我们实现目标。在一项研究中，哈佛大学的研究人员问受访者，假设两个地方的物价水平一致，他们是愿意住在本人收入 5 万美元、人均收入 2.5 万美元的地方，还是本人收入 10 万美元、人均收入 20 万美元的地方。最后，52% 的受访者选择本人收入 5 万美元的地方，虽然这里本人收入只有另一个选项的一半，但是其邻居的两倍。[11]

在机构投资者圈子里面也发现了嫉妒的踪迹。原因在于，这些资产组合的操盘者也是人。尽管专业投资者更加习惯于市场的起伏波动，但也不能免俗，同样易于屈服于人性。由于拥有各种资源方面的优势，专业投资者通常被认为更有可能战胜市场及绩效基准。但专业投资者经常与行业中的同行进行业绩攀比，而这对于提升其业绩作用不大。竞争在人生的很多方面可能有利，但是当投资目的、目标、风险偏好和投资都不相同时，如果你还是执着于要打败你的同行，这类行为可能导致非受迫性失误。

至于相对收益，机构投资者不仅与同行进行业绩竞争，还与常用的或基于指数的内部业绩基准进行比较。业绩基准对个人投资者在某种意义上可能有用（本书随后会进一步介绍），但是唯一重要的业绩基准是你自己的投资目标。如果你实现了投资目标，谁会在乎你是否战胜市场？你完全没有必要在任何特定时段、基于某个特定指数或市场，来对你自己做出评判。在投资领域，没必要打败其他人或市场，重要的是战胜自己。

因为存在不同的目标，所以投资者不应该操心专业投资者如何投资，甚至不需要了解他们采用哪类绩效基准。有人说，在运动项目中若想战胜由超级高手组成的团队，绝不能在他们擅长的领域里竞争，应该发现他们的弱点，突显我方的优点。这意味着，挤进专业投资者日益激烈的竞技场，不是个人投资者应该参与的游戏。在那儿，你面临竞争劣势。

多了好几个零

当你管理大型机构投资者的资产组合时，一开始会感觉有些震撼。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

一段时间以后，你才能习惯应付多了好几个零的市值和投资。但是，再过一段时间，你会认识到确实是多了几个零。是的，当你负责投资价值数百万或数十亿的资产组合时，你的压力会更大。但是，即使是管理最大型的资产组合，也还是要遵守基本的投资原则。每项投资机会与资产组合，都有可能不一样，因为每个人或机构均面临特定的环境与现金流需求。但是最终，不论你是管理1000万美元还是1万美元，你都应当遵守同样的基本原则。有句老话说，人们每周日去教堂，不是想去听第十一条戒律。他们只是想去进一步强化领悟已有的十条戒律。每个投资者，不论大小，不得不面对不稳定的市场和不确定的未来。没有理由重新发明车轮，或一些从来没有人发现的独门绝技式的投资策略，来致力于改变事实。

有更多的钱用于投资，更需要建立一项全面的投资计划，遵守投资政策说明书设定的规则与指引所确立的原则。投资不存在捷径。

你大概没有足够的时间、经验与技巧，成为耶鲁大学的史文森那个级别的投资大佬。大大方方承认这个事实吧。那些不服输的人往往会陷入困境。成为最佳投资者的竞争的激烈程度前所未有，并且还会日益激烈。专业投资者通过关注不同的证券、行业、市场、资产类别、区域、投资管理人和基金结构，在持续寻找方法，改善其资产组合。

个人投资者必须理解：不论我们将看到金融行业的何种创新，保持耐心始终是金融市场中最为重要的均衡器。任何方式都拼不过很长时期内的良好行为。实际上，个人投资者相对于专业投资者，最为重要的优势之一是保持耐心的能力。你不需要应付一个委员会或一堆客户。没有人将你与同行或某个客户设定的投资绩效基准相比较。不需要讨好任何人。并不是所有的专业投资者都不考虑长期，只是因为比较和基准文化的盛行，专业投资者很难坚守长期投资。你应尽可能减少交易次数，没有人会质问你的短期业绩。只要环境允许，你可以延长你的投资期限，让神奇的复利效应为你卸下重担。管理长期资金时，没有必要为下一周、

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

月、季度甚至年度而心烦意乱。个人投资者有奢侈的本钱，可以基于数十年进行思考和行动，这是华尔街闻所未闻的投资期限。延长投资期限的背景下，保持耐心、遵守纪律将成为一种巨大的优势。

你没有必要为战胜市场、哈佛或耶鲁而操心。你只要尽力实现自己的投资目标。这才是你的业绩基准。你可以聚焦你自己和你的投资组合。

长期思维

许多年前，我第一次参加对某家潜在投资管理人的尽职调查，听取了一位资产组合经理的市场宣讲。他当时说的，现在我仍然记忆深刻。当他介绍了公司投资策略的基本情况后，他谈到投资股票的各种可能的策略。该基金的平均持有期是 18 个月，他们使用多项择时指标来提升业绩。

在营销资料中，有一页介绍股票投资者战胜市场的不同方式。第一种是利用超短期的交易性机会。第二种是发现特定部门与行业的中期趋势，并在其他市场投资者发现之前利用这种趋势。最后的第三种是在超长时期内买入并持有。

在他的介绍中，有趣的是他讨论的买入并持有策略，是貌似只有在神话故事中才能看到的神秘动物。他玩世不恭地说："确实，采取买入并持有策略，你可以做得很好，但是在目前的市场环境下，哪有投资管理人有机会坚守并实施这种策略？没有投资者有这种耐心。"我对此难以接受，但是对于听取这位投资管理人介绍的大多数投资者，可能确实如此。他言之凿凿地说，没有一个客户和潜在客户会给基金足够的空间，坚守买入并持有策略，因为肯定有些时段这一策略并不奏效。因此他的基金形成错觉，力求通过择时来提升业绩，尽管可能只是错觉。

这并不是说，买入并持有策略在任何情况下都是一种完美的策略。不是这样。没有哪项投资策略是完美的。但是，这位专业投资管理人放弃长期投资策略，只是因为缺乏耐心的投资者，难以利用这种方式。某

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

种事情很难，并不意味着你不应该做这件事。买入并持有策略的问题在于，这一策略要想发挥预期效果，即使在市场崩溃时你还得买入并持有。当市场上行期间，实施买入并持有策略要容易得多。坚守这种策略，哪怕你在投资过程中的其他很多方面犯错误，也照样会获得成功。这种策略需要很多人并不具备的毅力，因为我们习惯于逃离火场，而不是迎面走进。

美联储的一项研究发现，买入并持有策略轻而易举就能战胜其他投资策略。它们分析了 1984 ~ 2012 年近 30 年内，共同基金的现金流入与流出的情况。不出所料，它们发现很多投资者在获得较高收益时投入资金，而在出现损失后抽出资金，实施错乱的高买低卖策略。在整个研究期内，比较这种追涨杀跌策略与买入并持有策略在 7 年内的收益率。它们发现，买入并持有策略比追涨杀跌策略的年收益率高 5%。这意味着在它们考察的 7 年期内，总收益率的差异高达 40%。[12] 此外，买入并持有策略也有缺陷。没有哪一招放之四海而皆准，也没有哪一招能让投资者远离亏损。但是，如果与典型的投资者行为进行比较，买入并持有策略优势明显。

另外一种对个人投资者来说，简单但有效的分散投资策略是定期定额投资（DCA），即随时间推进定期买入。这种策略不是在较低价格时买多一些股票，在较高价格时少买一些。定期定额投资策略的要点不是完美地择时，而是承认你缺乏能力或情绪控制力，无法择时。另外，投资者不会出现一次性向市场投入巨资的情况。请记住，投资组合只是你配置储蓄的地方。许多人习惯将收入的一部分储蓄起来，由此定期定额策略是最方便的投资方式，特别是通过员工养老金计划进行自动储蓄。但是，即使是这种策略，如果缺乏正确的操作也难以执行，正如本杰明·格雷厄姆在 20 世纪 60 年代被问到 DCA 时的回答：“这种策略最终会奏效，不论何时开始，无论在何种条件下，只要能够切实的、不折不扣地坚守。”但是，投资者要利用这种策略必须：“是与芸芸众生不同的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

一类人……不受过去几代人经历的随股市起伏不定所带来的极度亢奋与过度悲观的情绪交替的影响。”格雷厄姆的结论是：“这一点，我高度怀疑。”他介绍了他对于投资者情绪波动的判断。[13]

上面两种最为基本的投资理念很简单，但不容易落实。两种策略均能为大多数投资者效力，在对你的个人环境、风险偏好、投资期限和投资技巧进行进一步深入了解之前，可以作为一种较好的基准假设。

另外，买入并持有策略与你自己的持有期存在很大差异。不可能持有一个从来不改变的资产组合。在控制风险与规避过于主动及误判市场时机之间，需要取得平衡。一个有耐心、守纪律的长期策略并不容易落实，因为大多数情况下，需要作为投资者的你保持冷静，不轻易参与其中。这听起来容易，但是对大多数人来说，随便干点什么事可能容易很多，因为可以找到一种掌控感。如果你不时调整资产组合，看起来像你能发挥影响，而不是袖手旁观、按照计划什么都不干。

在生活的大多数领域，更加努力是一个好建议。但是，在金融市场，更加努力并不意味着做得更好。事实上，更加努力可能是跑输市场的最为容易的方式之一。追求每个短期的高收益，与接受市场变化、保持较低成本、按规矩行事相比较，极有可能得到更坏的结果。在很多专业领域，可以假设最熟练的人水平最高。在专业运动领域，这一点基本正确。但是，不仅是最熟练，还需要最为努力。最优秀的人可以年复一年干得好，很多人认为金融市场也应当如此。不知何故，在现实中从来都不是这样。在金融市场，经常有很多聪明人栽很大的跟斗。在下一章，我们会去找减少这类错误的方式，向过去那些伟大的投资者学习来提高你的投资业绩。

本章要点

- 不要试图在专业人士的领域里战胜他们。在那里，你面临着竞争劣势。市场中最重要的平衡机制始终是耐心。你可以利用良好的长期

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

投资行为。

- 嫉妒是作为投资者感受到的最坏的情绪。嫉妒只会带来问题。将自己与其他投资者相比较，不论是机构还是个人，没有逻辑上的理由。只要关心你自己即可。
- 最基本的投资原则，适合于所有投资者，而无须考虑管理的资产规模。最重要的是当你周围的人都做不到时，你能遵守这些投资原则。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第2章
Chapter2

负面知识与成功投资者的必备素质

如果你擅长摒弃自己的错误理念，善莫大焉。

——查理·芒格

孔子曾经说过："知之为知之，不知为不知，是知也。"大多数投资书籍只介绍让你尽快发财的步骤，我计划走不同的路线，首先介绍一些负面知识。负面知识指一开始就明确的、不利于最终实现你的目标的事情。这种排除方式是一种不太常见的逆向思维方式，但是一旦投资者能够规避负面行为，剩下的就都是有助于实现目标的更好的决策。掌握负面知识比正面知识的效果要强很多，因为非受迫性错误往往是影响资产组合投资绩效的最重要的因素。机会成本无法准确量化，但是你曾经有机会做出的大多数最佳投资决定，可能是你已经拒绝的投资机会。

最优秀的投资者知道如何摆脱自身的束缚。这并不意味着你做出的每项决策，都会是合适时点的正确决策。这是不可能实现的目标。但是长期看来，做出正确的决策，降低非受迫性错误，你赢得成功的可能性将会提高很多。

为何看重负面知识？因为诸多研究表明，投资绩效受一些看起来容易改正的特别基础性的错误所制约。投资者在高点时投入资金而在低点撤出资金，导致年收益率平均损失 2%。过于自信的频繁交易，导致年相对收益率又损失 1.5% ~ 6.5%。[1] 仅仅这两项因素就可以耗光投资者一整

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

年的市场收益。一项来自个人投资者的经纪商的数据研究，总结了 10 项最为重要的不良投资行为。只要改进这些错误，个人投资者就可以将年投资收益率提高 3% ~ 4%。[2] 从这个角度看，假设初始投资金额是 10 万美元，年收益率分别是 4% 和 8%，20 年后的差异大约是 25 万美元，而要想改善较差的绩效只需要改进一些简单的错误。

不过，要改正这些简单的错误非常困难，因为人们虽然很容易看到别人的错误和偏见，却很少能注意到自身的错误。发现别人在哪些地方持续犯错误，是确保你自己取得成功的最佳方式之一。由此，下面介绍你可以将其纳入负面知识库，争取减少或消除的投资者经常犯的 7 项最严重的错误。

1. 渴望暴富

关于成功投资的最糟糕部分的介绍相对无趣。大多数投资者是时空过客，期望突然中彩票，而不是努力慢慢变富。如果你足够幸运，成功加入暴富计划，难道生活不会容易很多？不幸的是，致富的秘密就是不存在秘密。投资者经常寻求打开市场密码赚取快钱的钥匙。由此，书架上充斥各类号称能帮助你将小额资金迅速变成百万美元的书籍，如《如何一周赚 3 万美元》《我一年内将 1 万美元变成 200 万美元的秘籍》等。

不要相信任何告诉人们快速发财会很容易的骗子。任何做到这一点的人往往是靠走大运。声称有快速致富秘籍的人，可能是街头小贩或江湖郎中。积累财富需要耐心和纪律。如果某人有快速致富的秘籍，他怎么会向你透露？将自己化身为帮助人们快速致富的大祭司，是取得人们信任的有效方式，因为人们**倾向于**相信确有可能。人们相信那些信心满满、言之凿凿的牛人。“你应该马上投入资金”，听起来比“因为没有人能预测未来的市场行情，请分散投资”更加让人放心。

在市场上梦想中彩票的后果之一是，可能会让投资者在最坏时点超配特定的股票、行业或资产。当我们认为已经发现最有效的致富方式时，我们倾向于将当前趋势视为未来永恒的前景，而现实却不是这样。不存

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在积累财富的简单方式，积累财富需要时间、耐心、纪律及艰苦的工作。可能很简单，但绝不容易。对任何向你兜售轻易致富梦想的人，保持高度警惕。

2. 缺乏投资计划

确实没有办法保证你的投资组合（包含股票、债券、不动产或任何其他资产）会百分之百成功，真的不会如你所愿。但是，却存在肯定会失败的方式，即一开始就不按计划行事。制订投资计划看起来很琐碎、很基础，特别像为日常支出建立月度预算。不过，如果你没有书面计划来指导行为，你不可能平静地应对各种市场境况。缺乏计划的投资者，长期来看注定会失败，因为他们只是依赖本能的直觉，来告诉他们要做什么。因为成功的投资是反直觉的，这导致人们在错误的时间做出错误的行为。一项计划用来约束渺小的自己，确保做出成功率较高的决策。缺乏计划的投资者根本不是投资者，他们是投机者。

3. 无脑随大流

羊群效应导致投资者在20世纪90年代后期蜂拥买入技术类股票，随后纳斯达克指数下跌超过80%。羊群效应还引诱人们在21世纪前10年中期的房地产泡沫中，超越购买能力买入不动产。在20世纪80年代末期，羊群效应导致东京市的不动产市值，是全美不动产市值的4倍。羊群效应是历史上每次重大泡沫的起因。追溯到17世纪初的荷兰郁金香泡沫，当时一颗郁金香种球的价格相当于普通工人10年的工资收入。[3]

一次又一次，人们对这种论述信以为真：这次不一样，这类资产的价格将永远上涨。根据心理学家的研究成果，集体迷思的主要症状有8项（见图2-1）。了解这些症状并承认其存在，是将它们对你的决策过程造成的负面影响最小化的第一步。[4]跟着市场中的人群走，感觉会安全很多，偶尔人群会是对的，但是在极端情况下会很危险。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

1. **刀枪不入的假象**：成员会忽视危险，承受极端风险，并且过度乐观
2. **集体合理化**：集体抵制或搪塞与群体思维不一致的警告
3. **坚信内在道德**：成员相信他们的决定道义上正确，忽视其决定的道德后果
4. **过于刻板**：给集团外部的对手形成负面的刻板印象
5. **对反对者施加直接压力**：给那些对集团的刻板、幻想或义务表达不满的成员施加压力，视这些反对派为叛徒
6. **自我审查**：集团成员不敢表达不同意见，不做抗辩
7. **一致同意的假象**：成员错误地认为所有人都同意集团的决定，沉默视为同意
8. **出现护法**：部分成员自封为保护集团免受那些可能影响集团光辉形象的负面信息影响的角色

图 2-1　集体迷思的 8 项症状

4. 只在乎短期

在 24 小时不间断的新闻时代，每周都会出现新的危机，从而吸引投资者的注意力。金融投资顾问与作者尼克·默里（Nick Murray）对此有最佳总结，他说："实际上，在世界上某个地方总会有某种神秘天象。即使在那些没有出现神秘天象的稀有时刻，记者们也会简单地构想一个，并按'每周 7 天，每天 24 小时'的节奏宣传，视其为世界末日的开端。"作为投资者很难应付这些事件。若将其放入对长期市场发展的考虑中，则大多数事件会消散，或者只是一段小插曲。但有时会导致严重损失。有时，短期事件对市场很重要，其余时候则不是这样。投资者并不关心这些事件是否会影响市场，但是会关注将如何影响其个人状况。

致力于猜测每周发生的地缘政治事件，其成功的概率最多相当于抛掷硬币猜正反面。重点关注短期绩效确实很傻，因为你完全无法掌控，这就好比尽力解释每天市场波动原因的新闻机构。没有人真的知道市场发生了什么，但是如果有一种针对当天行情的解释，我们会感觉更好。看重短期只会增加你的操作行为，由于错误的择时决策，你会实施很多交易行为，而这将增加市场交易成本。当市场上涨与下跌时，你每次都会反应过度，因市场中的每件小事情而要死要活，将对你的生活产生不必要的压力。况且，没有人能够预测市场的短期运行方向。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

5. 只看重那些自己完全无法掌控的领域

作为投资者，市场的短期走势不是你完全无法控制的唯一事情。投资者每天吐槽的一箩筐的抱怨包括：通货膨胀，总统、国会、联储的行动，经济状况，税收政策，每家政党的行动，利率水平……这个清单还可以永远继续下去。这些事情都有共同的特点：你对它们毫无掌控力。如果你不喜欢总统的经济政策，你不能拿起电话向他抱怨。

抱怨可能是针对这些不满的解药，但丝毫也不会改善你的财务状况。你真正能控制的那些事情对你的结果的影响要大很多，诸如：你存了多少钱，建立综合性投资计划，设定合理的资产配置方案，明确你的风险容忍度，审视你的成本与行为，利用延税退休账户以及做出冷静的决策。

6. 个人与市场走势抬杠

一旦你开始与市场走势抬杠，你就注定要失败。市场从来不会专门针对你。美联储在制定货币政策时，不会关心你的资产组合。每次你赔钱或错失盈利机会，市场不会跟你结仇。当你与市场走势抬杠时，一旦发生损失，你的最初本能就是责备别人，而不是查找自己的错误或承认并非所有的投资策略每次都能赢。希望每次都能正确，会让你的心态从过程转向结果，这只会增加你的精神压力。总是纠结于你完全无法掌控的结果，特别是在短期，是成心跟“市场先生”找别扭。

当损失发生时，如果投资者过于纠缠自己的钱包，问题比较严重。不要因自负让事情更加糟糕，这样会让问题加剧。当你沉迷于出售得太早或没有在合适时间买入时，就很容易责备别人。但是，一旦你归咎于其他人或市场随机走势时，你就受情绪所控制，错误随之而来。参与市场投资应当顺势而为，市场走势不会遵照我们的意愿。不论是市场还是我们的资产组合出现差错，问题都不能归咎于市场。只会是我们的个别问题。问题在于我们的认知以及认知对我们行为的影响方式。学会如何面对亏钱，比学会正确面对赚钱重要得多，因为赔钱不

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

可避免。与你的行为相比，你的反应及其影响你的思维过程的方式，对你的投资影响更大。

7. 不愿意承认自身的局限性

自负是世界上最重要的财富毁灭者之一。自负让投资者假定其关于未来的预测是精确的，导致人们相信自己不需要实施风险管理，还让其他人相信他们能完全控制市场。涉及资产组合管理流程的最为重要的理论之一，是本杰明·格雷厄姆的安全边际思想。安全边际为你的判断失误预留空间。它承认你不会在任何时候都正确。它考虑诸多可能性，投资者不会因为某项有绝对把握的投资行为，而走向破产及血本无归。它为我们尚不足以精确预测未来的能力提供安全垫。

不愿意承认自身局限性的投资者，没有为自己提供安全边际。他们假设自身永远正确。他们犯错误时从来不承认，而是将其归咎于分析模型或市场。给自己提供安全边际的最简单的方式之一，就是实施分散化投资。将你的资产配置到范围很广的金融产品、资产类别和地理区域，等于声明“我不知道未来会发生什么”。聪明的投资者通过风险管理和谦逊品质，谋划诸多可能的结果，防止自身陷入严重损失境地。

压倒一切的问题

不要以为这只是我的一家之言。加州大学的布拉德·巴伯（Brad Barber）教授和特伦斯·奥丁（Terrance Odean）教授，多年来一直研究投资者行为，整理了关于投资者都会犯的错误的数据。例如，投资者的交易太频繁，由于时机不恰当的买卖与成本增加会影响投资业绩。投资者过于自负，喜欢投机性股票，就像是喜欢追随投机性最强的投资的赌徒。购买个股时，倾向于熟悉的股票。因为只看重过去的交易价格，他们一卖就涨，持有则跌。不依据当前价值做判断，而是基于自己的买价，希望在卖出之前的某一天资产会回到自己的买价。愿意重复过去那些开

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

心的行为，规避那些带来痛苦的行为，导致投资者追求短期的舒适甚于长期的收益。最终，投资者未能分散化投资，这是应当规避的最显而易见的风险之一。[5]

我在这里分享的全部负面知识有一个一以贯之的主题，即无论是大型还是小型的投资者，在投资时总是犯错误，这就是因为我们是人。人与其他哺乳动物的差异，在于我们的情绪。情绪并非一无是处。你必须确定情绪何时有用，何时有害，并且在特定条件下能够控制情绪。

生活中的很多领域需要情绪性反应，在自己的婚礼上或孩子出生时，你理应激动。但是情绪是良好投资行为的天敌。为了加深印象，我们再次重复这句话：情绪是良好投资行为的天敌。

我在上面列举的所有行为错误，可以归结为人性及我们内在的理解性偏差。情绪让投资者将自身的投资期限与别人的相混淆，忽视自身的个人特征，从而造成目标偏差。随着市场上下波动，人的风险容忍度也随之波动。愿意在上涨很多后才买进，同样在股价已经跌得很惨后才会卖出。投资者面临的另一个问题是，他们需要一个特别清晰的信号，以提示他们应何时买入股票。其他人总是想等到“情况好转”。因为投资者希望每次都能完美择时，总是在不同投资策略之间进行切换，情绪会导致很多不必要的交易行为。投资者只操心投资行为中那些会正常运转的部分，而忽略那些可能出错的部分。他们沉迷于市场的每日波动，即使自己距离退休还有几十年，并不急于将当前的投资套现。

每次我们让近因效应引导决策，基于我们希望采取上一个周期中有效的行为来应对市场。禀赋效应让投资者高估已经持有的资产。证实性偏差让我们只接受与自身当前思维模式一致的信息来源，而拒绝不一致的观点。易得性偏差意味着眼前的一切是决策的基础，只是因为就在眼前。

投资不仅仅是了解市场历史、资产组合建构、共同基金和 ETF。如果我们不了解我们的自然人性倾向和各类认知偏差会如何影响我们的决

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

策过程，上述知识都不重要。我们还要理解其他人的心理，因为即使你采取行动，你必须了解市场时不时会进入癫狂状态，你需要选择是否加入人群的疯狂行为。害怕、贪婪、欣快、恐慌、投机、嫉妒，这些都是你的资产组合的杀手。

即使你在过去从来没有犯过此类错误，搞清楚别人总犯错误的地方，是确保你自己取得成功的最佳方式之一。有很多赚钱的方式，但是归根结底，输钱最容易的方式是因为心理和行为问题。你已经快速了解了负面知识，下面我们看看硬币的另一面，看看成功投资者所拥有的特点。

成功投资者的特征

你已经知道要避免的事情，下面为你介绍成功投资者共有的 6 项特征。

1. 情商

投资者在市场上要想成功，需要达到一定的智力水平。但是拥有人群中最高的智商（IQ）并非最重要的事情。归根结底，有好的性情比有高智商重要。有很多聪明人在处理金融问题时，做出了特别不理性的决策。要在金融市场取得成功，你不必有突出的学术能力评估考试（SAT）成绩。智力不能替代智慧。聪明人尽力从自己和他人的错误中吸取教训。

心理学家丹尼尔・戈尔曼（Daniel Goleman）写了一本关于这个话题的书《情商》（*Emotional Intelligence*）。戈尔曼说情商是“认知我们自己和他人感受，旨在激励自己以及很好地管理自己和相关人的情绪的能力”。在书中，戈尔曼描述了情商的 5 项基本能力：①自我认知能力；②自我规制能力；③自我激励能力；④理解他人能力；⑤社会交往能力。

自我认知能力是理解情绪将如何影响自己和他人的能力。自我认知能力指投资者如何将自负排除在投资流程之外。你必须确认当前的情绪状况，达到自知之明，所以自我反省是其关键点。自我规制能力是控制

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

冲动性决策的能力。应对自我规制能力不足的最佳方法是制订计划。在本书后面将看到，除非筋疲力尽，否则人们不是随时都具备自我控制能力的。自我激励能力要求对自己的所作所为有热情，并伴随学习的好奇心。一旦你开始学习世界如何运转，你会认识到你学得越多，知道和掌握的东西反而越少。对聪明的投资者，学习是一个持续的过程。理解他人的能力指理解他人情绪特征的能力。仅仅理解你自己的心理倾向并不够。你还要理解人群的心理效应将如何发挥作用。你按照自己的方法再怎么理性，并不重要；如果你不能理解市场时不时会有多傻，你的情绪最终也会分裂。

2. 耐心

没有任何方法可以实现快速致富。在 2014 年，沃伦·巴菲特的资产净值接近 600 亿美元。1989 年他快 60 岁时，资产净值“仅”为 38 亿美元。因此巴菲特财富的 95% 是在他 60 岁之后创造的，可能实际比例还要高些，因为 60 岁后他捐赠了一些股票用于慈善目的。巴菲特的案例显示了复利效应的威力。正如巴菲特曾经说的：“查理（芒格）和我一直知道我们会很有钱，但是我们不急于求成。即使你是一个稍微好一点的收大于支的普通投资者，历经一生最终也会很有钱，只要你有耐心。”[6] 复利效应短期内发挥不了太大作用。它需要时间慢慢确立，直到成为一种机制。

3. 乱中处静的能力

第 23 届美国橄榄球超级碗大赛开场刚过 3 分钟，旧金山 49 人队就落后辛辛那提虎队 3 分。当进入混乱的可能的赛点发球时，49 人队的四分卫乔·蒙坦纳俯视体育场，向他的队友哈里斯·巴顿说：“那边看台上，出口坡道旁，站着的人是约翰·坎迪吗？”随后，由蒙坦纳传球给约翰·泰勒，穿过场地 92 码，49 人队获得制胜的触地得分。据说蒙坦纳有种神奇的闹中处静能力。他从来不是能力最强的运动员，也不是全国

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

橄榄球联盟（NFL）中手臂力量最强的人，但是他在压力之下很冷静。这是他获得四次超级碗的原因之一。这次是他一生中最为重要的发球之一，这表明运动场上的运动员不仅自己要冷静，还要让他的队友也一样冷静。[7] 在市场崩盘与经济危机期间，最优秀的投资者也要冷静应对。他们不会惊慌失措。他们保持冷静，遵循自己的流程。当其他人都陷入恐慌时，成功的投资者处于最佳状态。

4. 说“我不知道”的能力

当问到要成为好的投资者，在职业生涯中必须改掉的毛病是什么时，传奇作者及投资家彼得·伯恩斯坦回答说：“我认为就是‘未来在我的掌控之中’。你必须解决好这个问题。我的意思是，随着年岁增长，我变得更加谦逊，并且乐于这样。你必须理解犯错是投资流程的组成部分。在鸡尾酒会上我尽量闭上嘴巴。你必须持续学习你不懂的事情，因为你发现某个有效的模型或赚钱方式，很快就会烟消云散。周围总是有人看起来很聪明。”[8]

站在你的能力圈之内，明白哪些东西你不懂，对你成为成功的投资者至关重要。你没有必要对所有事情都发表观点。没有理由尝试投资所有迷人的投资基金，也没有必要掺和所有正在发展的新事物。真正伟大的投资者坚守自己的地盘，远离他们不熟悉或没有优势的领域。作为投资者你如果想参与所有时段的所有事情，你最终会与现实脱节，因为你没有专注于资产组合管理中那些最为重要的事务。

丹尼尔·卡尼曼曾经说：“关于我们的思想，有两项重要的事实：我们对显而易见的事情视而不见，也看不到自己的盲区。”心理学家发现人们清楚别人存在偏见性思维，但是倾向于低估自己的偏见性思维。一项对住院医生的研究发现，61% 的住院医生认为制药公司的礼物对自己的行为没有影响，但是他们说只有 16% 的内科医生不受影响。[9] 其他人都是傻瓜，不过我肯定不是，这是一种危险的态度。承认你不知道所有事情，理解你自己的偏见性行为，是成为优秀投资者的好的开始。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

5. 熟悉历史

缺乏对历史的真正了解，投资者注定会重复犯过去的错误。金融投资史上，繁荣与恐慌的周期不断重复，因为人性依旧。从南海泡沫到大萧条期间发生的所有事，如果在所有市场中有一件跨越时空的不变事实，那就是人性推动钟摆向任何方向都会摆过度，从而产生繁荣与衰退周期。投资者忘记历史，简单地以最近的市场周期无限外推未来，将自己置于险境。

回顾市场历史数据，也是理解现在的钥匙。即使我们不能准确知道未来会发生什么，回看历史是一个发现哪些事情不能做及防止重复过去错误的好方式。过去的业绩与未来的业绩绝对没有关系，但是并不意味着我们可以完全抛弃历史，只是因为不能用它们来准确地进行市场预测。尽管未来总是与过去不一样，你还是可以从概率的角度，用历史来指导你的行动。股市与债券的历史收益率数据，并不能告诉我们某一类资产未来收益率的准确情况，但是可以用来量度风险。我们知道股市在市场崩盘时可以下跌 50% ~ 80%，而在好年景时股市也可以以同等的速度上涨。

理解什么会发生以及什么会经常发生，有助于投资者为自己及其投资组合设置合理的风险控制机制。历史数据从来不会完美，但是作为投资者我们还有其他选择吗？正如沃伦·巴菲特曾经说过的著名观点："我宁愿近似的正确，也不愿精确地犯错。"在衰退与市场崩盘期间，当事情变得真的很糟糕时，历史视角可以且应当安抚人心。金融市场参与者的基本行为规则，从来没有随时间改变，因此尽可能了解市场历史，是培育正确的心态，控制你的行为的最佳方式之一。

6. 纪律性

如果不能跨越不同的市场周期，确保必备的纪律性来执行投资策略，投资策略的好坏实际上并不重要。能够坚定执行的极为平凡的投资策略，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

其效果也会比不能落实的最优投资策略好。著名的量化对冲基金经理克利夫·阿斯内斯（Cliff Asness）做出了如下的很好的概括：“不能坚守的伟大策略，与你能落实的较好策略相比，明显弱爆了。”那些能够冷静地坚守到底并遵守自己的投资流程的投资者，与身边那些毫无主见的投资者相比，前者的获胜将基于后者的失败。广而言之，你的成功就必定是他人的失败，因为每笔交易都会有买卖双方。在金融市场，纪律性是成功者与失败者之间最终的决定者。

我们以为，我们面对公平的竞争环境，都是基于自己的选择做出理性决策。但是，实际上，有些人天生就具备一些更有可能成功的特性。有 5 项因素会影响我们的个性：外向性、开放性、亲和性、稳定性和尽责性。最后一项，尽责性与自控及自律最为相关。研究表明，有尽责性的人能存更多的钱，因为他们不会冲动购物，不会在他们不需要的东西上花很多钱。实际上，即使排除教育水平、收入水平及认知能力等方面的差异，具备这种特性的人，比尽责性更弱的人，倾向于积累更多财富。[10]

如果你是幸运的有尽责性的人，恭喜你。请发挥你的自控力，不要浪费你的禀赋。即使那样，自负可能也是一个问题，因此始终保持谦逊，市场就会如你所愿。但是，如果你没能拥有这些特征，也不要失望。这并不意味着你要放弃。没有人天生具备成功投资者的每一项特质，而毫无缺陷。好消息是，要经常做出认真的决策，你并不需要天生就有尽责性。即使最聪明的人也有其弱点。通过建立流程来清除不良行为及明显的弱点，成功的人群可以系统性地控制住弱点。

不幸的是，单纯依靠智力和自控力，还不足以改变不良行为。非洲的一项研究旨在搞清楚对于艾滋病预防措施的知识的了解，是否会改变人们实际的性行为。在博茨瓦纳，90% 的受访男性说知道使用避孕套可以防止这种致命疾病的传播，但是其中只有 70% 的人承认使用了避孕套。妇女的情况更加糟糕。有 92% 的人说知道避孕套可以预防艾滋病，但只有 63% 的人真的使用避孕套。[11] 仅仅掌握相关信息，并不一定会改

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

变你的行为（即使后果可能致命）。你必须通过排除自己的个人冲动，系统性地消除不良行为，自动做出好的决策。

心理学家发现下面 5 项条件可能导致不良行为及错误决策：

（1）面对的问题很复杂；

（2）信息并不完整，而易发生变化；

（3）目标发生变化或相互冲突；

（4）涉及很高的压力与风险；

（5）做决策时受到外人干扰。[12]

听起来很熟悉是不是？每次不得不做出财务决策时，人们基本上都会面临类似的环境。在下一节，我们看看两位伟大的投资家的经验，是否能让投资者在面对困难的决策环境时也能轻易做出好决策。

站在巨人的肩上

跟比你厉害的人在一起混，你只能进步。

——沃伦·巴菲特

学习如何做出较好决策的最好的方式之一，就是向你所在领域的诸位杰出人士学习。除了在市场实操中积累的经验，我主要从一些优秀的、老式的著作中学习。我读的最早的投资方面的书是本杰明·格雷厄姆的《聪明的投资者》（*The Intelligent Investor*）。格雷厄姆是沃伦·巴菲特的导师，是众所周知的价值投资之父。他把股票市场比作一位随和的老伙计，名为“市场先生”，我从此就迷上了市场先生。我一直认为股票市场是由世界上最聪明、最有智慧的投资者所控制。但是当情绪占上风时，智力就不值一文。有时候市场先生感觉不爽，就在市场上开出低价。其他时候市场先生感觉欣快，就报出较高的价格。但是你完全可以不把这种情绪波动放在心上，因为第 2 天他的情绪总会变回来。在这种情况下，如何行动的决定权在你的手上。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

读了格雷厄姆的书后，我马上迷上了股市及投资过程。但是我并没有很快领悟《聪明的投资者》中的正确理念。这需要时间。最初，基于年轻人的自信，我下决心成为下一个沃伦·巴菲特。我阅读了我能找到的关于巴菲特的一切资料，随后是彼得·林奇、乔治·索罗斯、塞思·卡拉曼、霍华德·马克斯、查理·芒格及诸多其他大佬。我向这些先贤学习，计划走出一条自己的路。我丝毫没有察觉，这并不是成为成功投资者的可行之路。

我犯了很多错误，积累了很多教训，最终得出一个结论：我不是沃伦·巴菲特，我也不会成为奥马哈先知。貌似我想成为投资领域的迈克尔·乔丹。这个目标现实吗？当然不现实。在 NBA，你根本没有机会跟世界上最优秀的篮球运动员同场竞技。而在金融市场，所有人都处于同一个竞技场。任何人都可以开一个经纪账户，与专业投资者买卖相同的股票与债券（在一定程度上）。

我向市场交学费，经历了一些损失，但是确实合算。因为我逐渐认识到，我没有必要成为一个卓越的投资者，而我也能成功。并且，如果致力于成为一名卓越的投资者，只会让事情变得更加糟糕。你越想成为世界上最伟大的投资者，则越容易沦落为最差的投资者中的一员。

这并不是说，你不能从世界上那些最伟大的投资者身上学到很多投资经验。根本不是这个意思。很多人只学到他们的错误经验。甚至有人的阅读书单中还包括《沃伦·巴菲特今天可能会买的前 10 只股票》。

该书的全部要点是前 10 只股票的名单和策略，这并不能帮你积累或维持财富。这些只是短期建议，通常对长期无效。我没有办法告诉你投资必然成功的五步法。不过，别人也没有这个本事。那些快速致富书籍能够卖出去，是因为总有人相信其确有可能。确实，有些人会一时撞大运。但是，最终如果缺乏纪律性、耐心和能够坚守的投资过程，运气也会消散。

我从世界上最伟大的投资者群体那里学到了一些真正的经验。假设

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

你与亿万富翁有着同样的投资目标和机会，这并不现实。最为重要的经验与特定的某项投资没有任何关系，而与做出好的决策及培育好的性情完全相关。考虑到这一点，我从史上两位最伟大的投资家——巴菲特与他在伯克希尔–哈撒韦公司的合伙人查理·芒格身上，主要学到如下3点经验。

1. 简单化

查理·芒格是巴菲特在伯克希尔–哈撒韦公司的左膀右臂，可以说是当代的本杰明·富兰克林。这里不是从富兰克林因诸多发明而成名的角度，而是强调他观察周围世界和做出决策的方式。富兰克林在很多领域有所涉猎，利用很多学科的知识形成自己的思想与理论。芒格因他的基础的、世故的智慧而出名，他能利用很多不同领域的知识，做出较好的决策。芒格的格栅思维模式中运用了包括生物学、哲学、心理学、数学、经济学、工程学在内的很多其他学科的知识。他甚至模仿富兰克林用笔名写的《穷理查德年鉴》，搞了一本《穷查理年鉴》。

关于特别聪明且成功的人物的一件有趣的事情是，他们经常把复杂问题简单化，而这正是他们走向成功的正确路径。因为他们知道事情如何运转，能够体会和利用简单化。他们碰巧掌握了这种思维方式。芒格说首先搞定那些不需要动脑筋的事情。他写道“我最有效的理念是：通过先决定那些不需要动脑筋的事情，通常是将问题简单化的最佳方式”。这句话看起来平淡无奇，但是，当所有其他人都倾向于复杂化时，人们难以看到简单化的美妙之处。芒格继续写道：“简单的想法，看起来太平淡貌似无用，不过有一条古老的两句话的规则，通常在商业、科技与其他地方发挥作用。这两句话是：①接受简单的、基础的观点；②非常认真地接受该观点。”

很多人认为阿尔伯特·爱因斯坦是有史以来最聪明的人之一，他也遵循简单化方式来解决问题。爱因斯坦不寻找很特殊的数据来解决问题，而是寻找一些特别宽泛、顶层及简单的原则，将其运用到其他一些宏大

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

理论上，来开创真正的突破性的成果。爱因斯坦总是说：一项原则本身不能预测特定的事情，但是一旦将很多原则整合到一起，针对要解决的问题，就可能有无限的启示。[13]

奥卡姆剃刀原理说明：复杂的假设可能有效，但是在不确定性的世界，选择越简单，效果会越好。正如大卫·史文森所说，在认识到简单更好之前，有时需要特别聪明的人去观察和体验复杂性。芒格对这一点有深刻理解。

巴菲特对芒格关于减少决策问题的数量最终会提升效果的主张，做了以下回应：

> 查理和我很久以前就认识到，在投资生涯中，要做出成百上千个聪明的决策，特别不容易。随着公司管理的资金大量增加，金融产品越来越多，已经显著影响了我们的投资决策，这种感觉变得更加迫切。因此，我们采取了一种策略：需要我们很聪明，但不是太聪明，我们只要聪明几次就够了。实际上，我们现在每年只要找到一个好主意。（芒格说这次轮到我了。）
>
> 在过去 35 年，美国公司创造了非凡的成绩。因此投资者很容易就能获得丰厚收益：他们要做的就是以一种分散化、低成本的方式投资“美国公司”。他们之前从来没有接触过的指数基金足以完成这个任务。但很多投资者居然只获得很平凡的业绩，甚至损失惨重。[14]

每位投资者都应该能够在 60 秒左右的电梯时间中，解释清楚自己的投资哲学。如果你做不到，要么你的策略过于复杂，要么你压根儿没有投资哲学（更多相关内容见第 5 章）。关于这件事，巴菲特说：“我们的投资行为继续保持较少的数量，投资理念也很简单：真正伟大的投资理念通常可以用一小段话解释清楚。”

2. 利用逆向思维来解决问题

按照本章前面各节对负面知识的分析脉络，芒格掌握了将问题倒过

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

来看或从后往前分析问题的技巧。他有句名言："反转过来，总是反转过来。"用这种观点分析事情，可以帮助投资者认识到，他们会在何处犯错误，而不是总是想搞清楚如何让事情变得完美。芒格说："按照从前往后看的方式，并不能分析清楚问题。你应当还要反过来看，犹如乡下人想知道他将会死在何处，然后就再也不去那个地方。确实，很多问题不能从前往后解决。"

巴菲特的理念也差不多，他认为降低非受迫性错误，比让所有事情完美更为重要。他说："对大多数投资者来说，不在乎他们知道多少知识，更重要的是他是否真正了解哪些东西他不知道。只要不犯大的错误，投资者只要做对很少几件事就够了。"

3. 保持开放性思维

芒格不只专注于某个专业领域。重大突破只会来源于诸多不同学科的交叉性研究。他如是说："真正的重大效应、好上加好的效应，往往只会源自多个因素的大联合。例如，征服肺结核，通过在不同情况下联合使用的 3 种药物，花了很长时间才最终搞定。另一个好上加好的例子，如飞机的成功飞行，也是按类似的模式。"[15]

当市场情绪发展到极端状态时，芒格描述的好上加好效应，也可以发挥规避市场风险的作用。这就是巴菲特说的，当预测未来市场走势时，宁愿因为谨慎而犯错误。他说："我们对近期或中期，市场是往上、往下或横盘，没有任何观点，也从来不会有这类观点。不过，我们确实知道，不时会爆发两种传染性特别强的疾病，即恐惧与贪婪，在投资界这两种病总是会发生。何时爆发这类传染病不可预测。并且由它们产生的市场异象，同样不可预测，其期限与程度也无法预测。"

在做决策时，简单化、逆向思维和拓宽你的视野，事情可能会变得非常简单。芒格说好处很多："对于个人来说，在你实施了几项投资的地方摆好阵势，接下来就静观其变。你给经纪人的佣金较少。你也不用听废话……如果坚持这样，政府税收体系会每年返给你额外的 1、2 或 3 个

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

百分点的额外收益，还附加复利效应。”

远离废话说起来容易，做起来难。并非人们没有正确的意愿。每个人都希望做正确的事情。正是因为我们是人，缺乏必要的意志力，难以持续性改变我们的行为模式。最好的投资策略就是你能遵守的策略。最坏的投资策略是你不能遵守的策略。与其说是让事情变得完全正确……不如说防止事情变得完全错误。

本章要点

- 不断消除自己的错误理念比尽力提出新的理念，对大多数人的收益要大很多。一旦你根除杂乱无章，留下来的就都是可以用来提高你的成果的好材料。
- 你可以从史上最伟大的投资家那里学到很多经验：耐心、简单、纪律，但并不意味着你可以像你最崇拜的亿万富翁一样投资。理解你自己的局限性，尽力不将你的投资过程复杂化。
- 最成功的投资家会在他们的资产组合中运用不同的策略，但是当周围其他投资者惊慌失措时，他们都具备控制自己情绪的能力。情绪控制比你的 SAT 分数要重要很多。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第3章
Chapter3

界定市场风险与资产组合风险

股票市场严重干扰了投资业务。

——约翰·博格

20世纪60年代，有一部名为《情人》(*The Lovers*)的法国电影。美国中西部的一些人认为这部电影伤风败俗。俄亥俄州裁决该电影下流色情。这个官司最终打到美国最高法院，最终裁定该电影实际上并不太淫秽，可以给公众观看。大法官波特·斯图尔特在描述这部电影及色情文学时说："今天我不应该试图将此类材料用'赤裸裸的色情'这个短语来定性，可能我从来都不会这么干。但是，我清楚地看到，这个案子中的电影不是那样。"[1]

大多数投资者认为风险是一种"当我看到时就能意识到的东西"。不幸的是，风险几乎不可能界定，因为有太多形态。有时是波动性，有时是实实在在地赔钱。长寿风险，指活得太久钱已经花光，可能是最大的风险。随后，针对每类投资品种有各种各样的风险：期限、利率、收益率不足、衰退、永久损伤、创新、竞争等。这个清单貌似可以无限延长。

如果投资领域有一条颠扑不破的规则，那就是风险与收益总是且永远紧密联系。如果你不愿意承担有可能特别大的损失，你就不要想赢得特别高的收益。如果你寻求本金的安全性，你不得不主动放弃获得较高收益的前景。如果你寻求通过较高的投资收益率来复利化你的财富，你

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

不得不乐于放弃那个观念：你的资产不会波动或在中期有可能赔钱。你必须在你的资产组合寻求一种平衡，但是要清楚，不会有免费午餐这类事情。

1928 年至今，股票、债券和现金资产的年均收益率如下（股票用标普 500 指数代表；债券用 10 年期美国国债；而现金用 3 个月的美国国库券）：[2]

股票：9.6%

债券：4.9%

现金：3.5%

以上是每类资产的名义收益率。因为长期购买力不稳定，投资者还要考虑通货膨胀风险。如果考虑通货膨胀效应，在同一时期这三类资产的真实收益率如下：

股票：6.5%

债券：1.9%

现金：0.5%

从长期看，很明显股票是投资者积累财富和储蓄资产的最佳标的。用尽可能简单的术语表达，股票在一定时期内获得比债券和现金资产更好收益的原因在于，股票时不时会发生让人痛苦的损失。因为股票的年度收益率之间存在很大差异，因此股票的长期收益率超过债券的 3 倍。年均 9.6% 的收益率根本不是某个特定年份的平均值，如图 3-1 所示。

在《金融 101》中，他们教给你的头条经验是：任何资产的现值均基于该资产未来产生的现金流。因此，股票的价值基于未来产生的由分红和投资收益组成的综合现金流。但是，没有人真正知道这些现金流的可实现程度。不可能预测人类的创造性会将我们带到哪里，也无法预测未来的经济环境会怎么样。因此，股票的短期与中期交易基于情绪，而不是基本面。在短期，趋势与情绪可以压倒潜在的基本面因素。市场变化如此频繁，是因为各方观点、目标与期限存在差异。在很多方面，股

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

票市场的短期波动，实际上是关于人性的一个规模很大的心理学实验，不过在长期，基本面会成为驱动性因素。

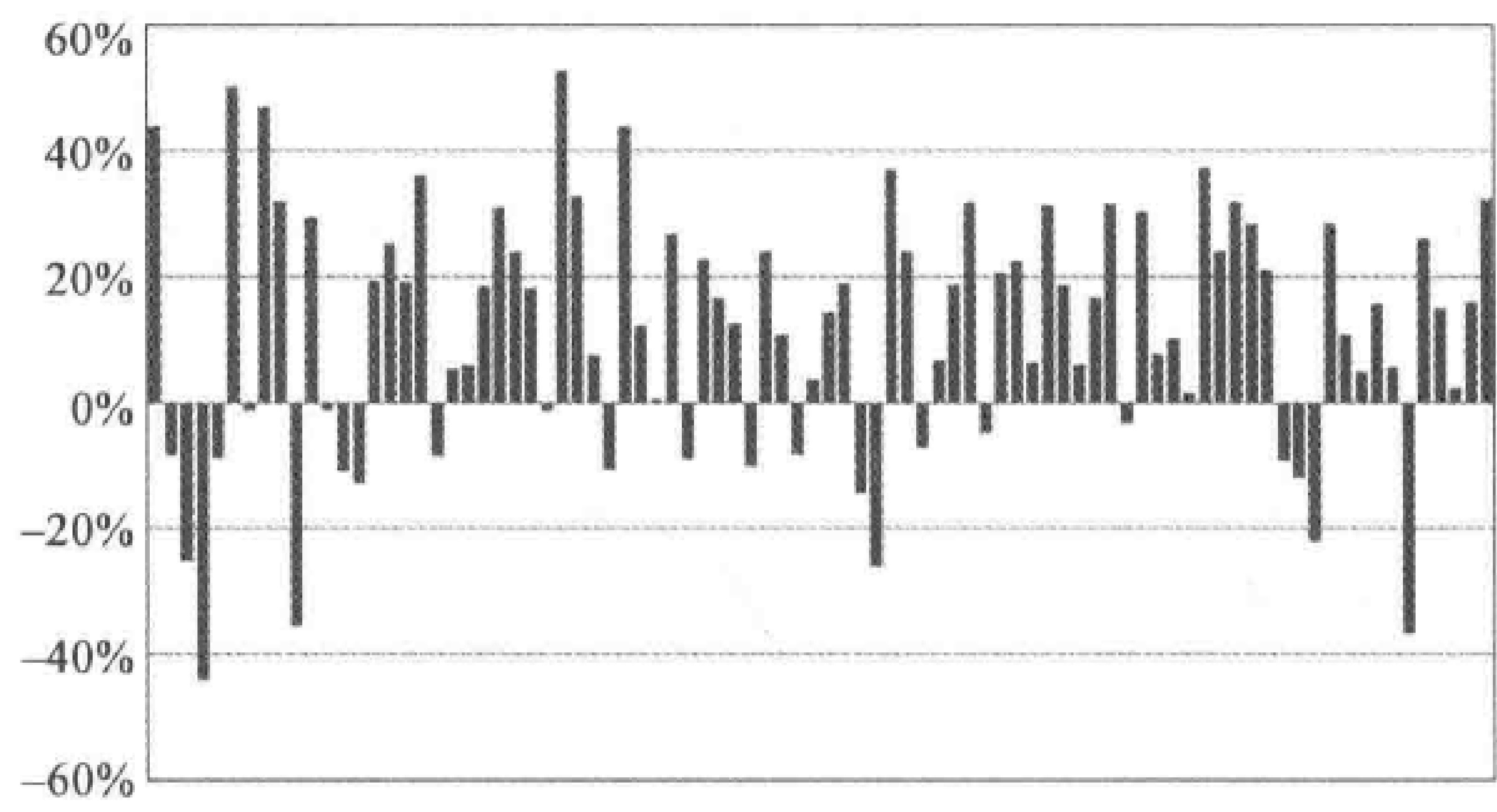


图 3-1 1928 ~ 2013 年的股市年均收益率（标普 500 指数）

资料来源：Aswath Damodaran.

债券的情况不一样。债券实际上是债务融资工具，通过合同约定现金流支付。可以将债券比作你住宅的抵押贷款，当然你是债权人，你不需要还本付息。而借用抵押贷款的主体变成公司、政府或自治市。如果你停止抵押贷款的还款，你的贷款违约，银行会收回用作抵押品的房子。如果你是信誉很好的借款人，你的借款利息会低一些。如果你的信用状况很差，之前还曾经破产，你的借款利率就会很高。通常，这就是债券的运行模式，也是将债券视为比股票更加安全的原因。在这个意义上，更加安全意味着你可以在一个合理的时期内，收回你的投资。公司没有合同义务向其股票持有者返还红利或收益之类的现金流。但是公司应当按照合同义务向债券持有人还本付息。否则，就像银行收回你的房子，破产后的公司资产也会被变卖，债券持有人基于变卖资产的价值得到偿还。

因此，股票相对于债券有风险溢价。短期内，股票市场的走势比债券的不确定性更高。股票的投资收益更高，但波动性也更高。从图 3-2，你可以看到债券的价值波动比股票低很多，这是因为基础现金流和产品

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

结构的差异。

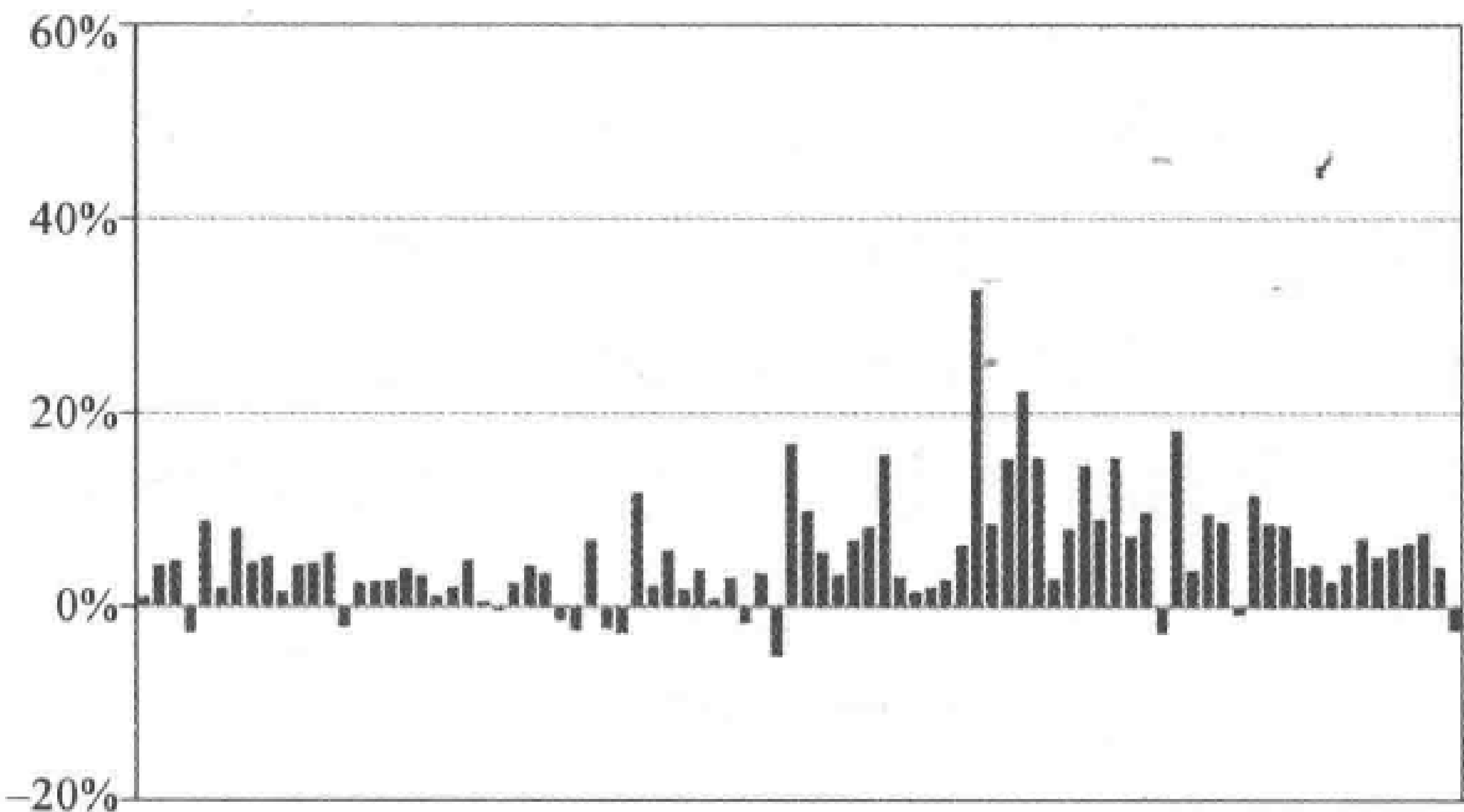


图 3-2 1928 ~ 2013 年的债券年均收益率（10 年期美国国债）

资料来源：Aswath Damodaran.

如果你想在长期内战胜通货膨胀，为你的资产组合获得一定数量的收益率，你没有办法完全规避金融市场的风险。股票在大多数的长期时段内，收益率均超过债券，但是债券可以在你最需要的时候，提供稳定性。如果股市不存在定期的巨大跌幅，就不可能提供风险溢价。

因为债券市场对全球经济运行至关重要，因此债券市场的规模实际上超过股票市场。债券投资者通常操心他们何时能得到偿付及如何得到偿付。不过偿付数量是由债券的利率与到期日共同确定的上限。股票投资者通常操心能从价格上涨与红利中赚多少钱。我入行的第一位老板告诉我，投资股票旨在变富，而投资债券旨在保值。不过，你从年度收益率图上看到，即使投资债券也可能定期会赔钱，虽然比股价下跌的幅度低很多。

对于那些完全不愿意接受本金损失的投资者，现金或国库券是最安全的短期避风港。从图 3-3，你可以看到现金的名义价值从来不会减少，要不是有这种本金保障功能，投资者的回款会逐渐减少。这就是风险与收益关系发挥的作用。可惜，从来不会有太大变化。将你辛苦赚来的储蓄投入货币市场或储蓄账户，按照复利模式不会给你赚太多。你最多希

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

望能与通货膨胀同步。这就是明确你的投资期限的极端重要性。如果你不需要在 5 年内动用这笔钱，考虑将这笔钱投入股市。短期内，股市的风险往往超过可能的回报。如果你有中期目标，高质量的债券是好的选择，即使不时会有下跌。如果你必须在明天或者明年花这笔钱，本金的安全可能比通过现金资产赚取利息更为重要。风险管理的最佳方式之一，就是手头保持足够的流动性资产，如此在市场崩盘或调整期间，你没有必要非得甩卖你的风险资产（如，股票）。

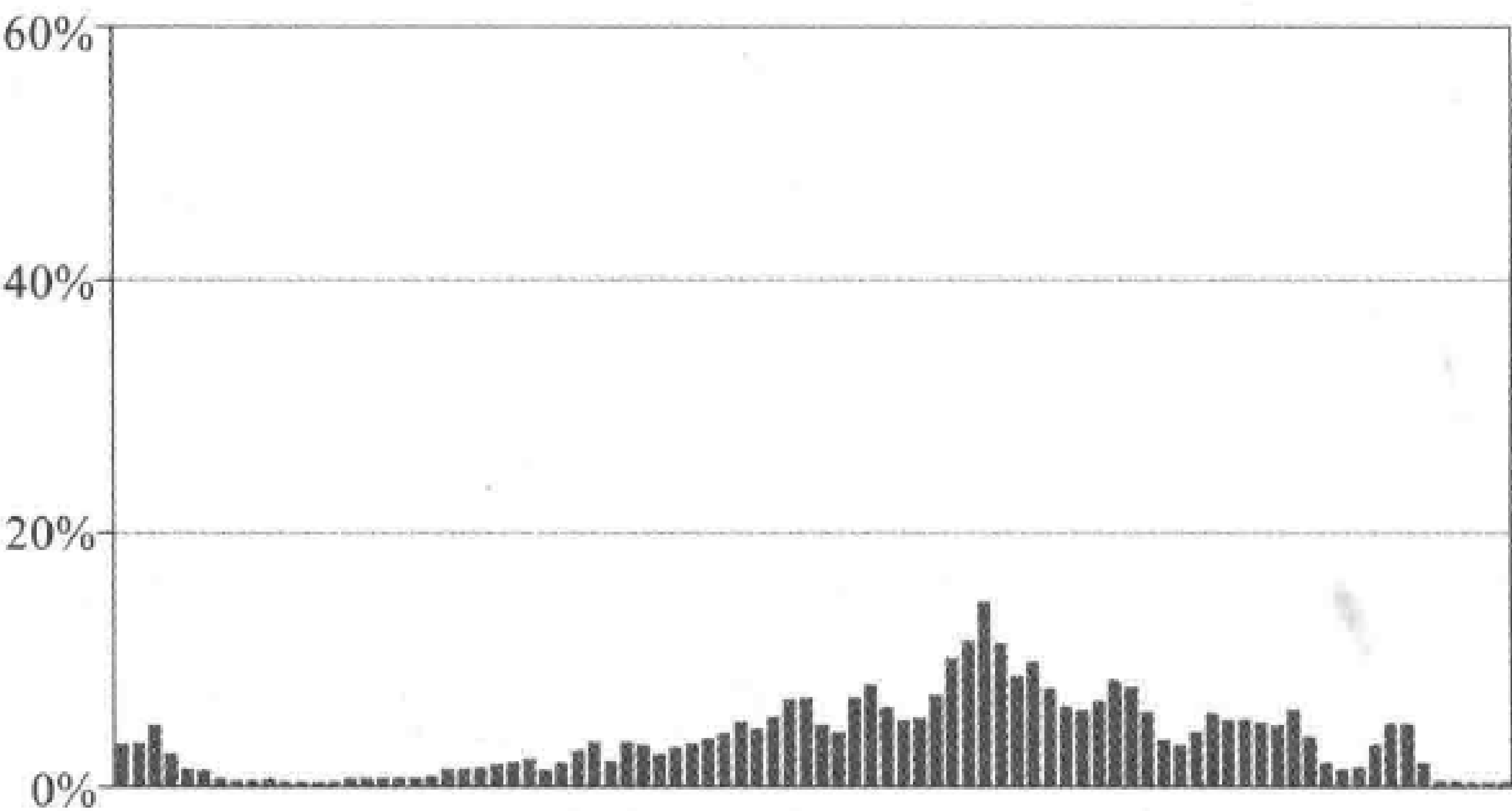


图 3-3 1928 ~ 2013 年的现金资产年均收益率（3 个月国库券）

资料来源：Aswath Damodaran.

看到现金资产不同时期的业绩图，考虑到其安全性，一些投资者感觉舒服很多。这里没有出现损失。年收益率一直相当稳定。问题在于，要实现安全性的诉求，你必须放弃实现更高长期收益率的机会。考虑到现金资产在扣除通货膨胀因素后的年均收益率仅为 0.5%，意味着需要 150 年才能让你的资产翻倍。股市的真实历史年均收益率为 6.5%，只要大约 11 年就可以实现资产翻倍。

观察股票、债券和现金资产的收益图，你脑袋中跳出来的第一件事，应该是业绩数据的可变性。股市的最佳年收益率是 52.6%，而最高的年损失率是 –43.8%，收益率变化区间达到 97%。对于债券，最佳年收益率是 32.8%，最低是 –11.1%，变化区间接近 44%。对国库券，高低收益

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

率之间的差异大约是 14%。可以这样看这些数据：投资者可以从股票获得较高收益率的原因之一是，有些时段你可以用非常低的价格买入股票，从而推高你的业绩。不是很多投资者都有必备的勇气做到这一点，这也是有些投资者成功，而另外一些投资者失败的原因。有些投资者在可能是最差的时刻逃出股市，财富就从众所周知的弱者转移到强者手中。

这并不是说，你一定能获得平均收益率，只是因为你长期持有股票。从表 3-1 中可以看到，每个 10 年都不一样，在多个 10 年期（有时候更长），债券的收益率高于股票。但是，整体上股市的持有期越长，你获得正收益的可能性越高。但这并不意味着在较长的时期内，股票的风险会有所降低，因为如果你选择了一个可怕的时点，如 2009 年年初市场崩盘中的深度下跌，即使很长时期内的收益率也填不满这个坑。但是，你的持有期越长，成功的可能性越大，通过定时定额投资方式，进行股票投资时间的分散化，也会提高你的胜算，因为你不依赖于特定时期或特定大额资金来为你押重注。

表 3-1 按 10 年计算的年均收益率 (%)

	股票	债券
20 世纪 30 年代	-0.9	4.0
20 世纪 40 年代	8.5	2.5
20 世纪 50 年代	19.5	0.8
20 世纪 60 年代	7.7	2.4
20 世纪 70 年代	5.9	5.4
20 世纪 80 年代	17.3	12.0
20 世纪 90 年代	18.1	7.4
21 世纪前 10 年	-1.0	6.3
21 世纪 10 年代	15.7	4.2

资料来源：Aswath Damodaran.

你还需要记住，上述股票的长期业绩数据没有考虑费用、税收与交易成本，只是简单地比较历史业绩数据。但是，不是每年都有 9.6%，因为有些人随意买进与卖出。如果某个投资者逃离上一轮市场崩盘，也不

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

会是 9.6%。9.6% 这个平均数包括实际的好时段和坏时段：战争、衰退、泡沫、崩盘及期间的一切事情。没有东西有保证，不过在更长的时段内，你的概率会提高很多，不论期间会发生什么事。

股市的长期趋势一直是向上，但是一直步履艰难。从 1928 年以来，在 20 次不同的时段中，股市至少下跌 20%。年收益率处于 7% ~ 12% 区间内的年份只占 6% 的比例。35% 的年份的当年收益率高于 20%，而超过 22% 的年份的当年收益率低于 5%。有人称之为易变性，也确实是围绕平均值进行变化。正是这种变化为部分投资者提供了获利机会，但是伤害了其他投资者，为后者因贪婪而买入、因恐惧而卖出提供了机会。

波动率：风险还是机会

对均值的变化是金融界最广泛使用的风险度量方式之一。有些人称之为波动率，而其他人更喜欢统计上的概念标准差。听起来有想象力，但标准差仅指相对于均值的变化情况。标准差越高，价格相对于均值变动的幅度越大。如果标准差是 20%，意味着你可以合理预期，在大多数情况下数值会落在均值 ±20% 的区间之内。因此，如果某项投资的年平均收益率是 10%，你可以合理地预期，收益率会落在 -10% 与 30% 之间。需要注意“大多数情况”这个说法很重要，因为总有一些异常值，会落在收益率的正常分布区间之外。统计学很简单，但现实世界纷繁复杂。

股票收益率的波动性比债券收益率大很多，因此股票有更高的标准差。当看数据表时这一点很明显，但是这个指标是否是投资者量度风险的合适方式，并不那么显而易见。金融界使用波动率作为风险指标的原因在于用起来简单。如果某事可以测量，就可以交流讨论。如果可以讨论，就可以专业化描述。如果可以描述，就可以根据需要进行结构化。我并不是说波动率不是风险，但是对真正洞悉风险运行的投资者来说，波动率确实不是最大的风险。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

对于明天就要用钱的人，价格变动是很大的风险。但是对于投资期限还有好几十年的投资者，当波动率发生时，价格变动可以视为投资机会。因此，在考虑市场风险时，背景非常重要。股票的市场价格下跌，可以低价买入并获得更高的分红率，实际上会提高长期收益率。因此，风险不应该被定义为波动率，关键是你如何处理波动率。大多数投资者的最大风险，来自在困难时期做出错误决策。首先要清楚，波动率是风险资产领域的客观事实。这有助于你在设计投资计划时，考虑到市场和你的情绪都存在不可避免的波动。

理解投资的头号原则

沃伦·巴菲特曾经讲出著名的关于投资的两项简单原则，“第 1 条原则：永远不要亏钱；第 2 条原则：永远不要忘记第 1 条原则”。如果分析巴菲特的控股公司伯克希尔–哈撒韦公司的历史业绩数据（见表 3-2），我们明显感觉到与这些原则不一样。巴菲特经历了公司股价很多次长达数年的大幅度下跌。实际上，1980 年以来，该股票就经历了 4 次不同时期内超过 30% 的下跌。

表 3-2 巴菲特的股价下跌

时期	伯克希尔–哈撒韦公司股价下跌（%）
1987 年	–37
1989 ~ 1990 年	–37
1998 ~ 2000 年	–49
2007 ~ 2009 年	–51

资料来源：Yahoo! Finance.

巴菲特的股票价格经历了多次痛快的下跌。这是不是奥哈马先知打盹了？不是，因为一如既往，环境很重要。在这 4 次不同的股价崩盘中，巴菲特实际上损失了多少钱？答案可能会让你吃惊，技术上他的损失是 0。0，0，还是 0。怎么会这样？因为在股价下跌期间，巴菲特从来没有

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

卖出 1 股伯克希尔 – 哈撒韦公司的股票。他从来没有对自己的持仓感到恐惧，他也没有因为流动性需要或支出原因被迫卖出股票。账面显示，巴菲特的财富下跌了数亿甚至数十亿美元，但是他从来没有因卖出而认亏。如果确实有不良环境，比如你因流动性事件被迫卖出，或因为在错误时间犯了大错的精神压力，风险就会成为真正的问题。

此时，真正的风险是那些不可逆的事情。价格波动是暂时现象，不过如果你在崩盘发生后卖出就锁定了损失，你置自己于情况最坏时错失未来盈利机会的风险之中。如果你缺乏勇气再买回来，那就真的成为现实损失。大多数投资者花时间操心他的每日、每月或每年的风险状况。如果你能够改变思路，从短期思维改变为将 5 年甚至 10 年定义为短期，就会完全改变你的观点、投资业绩和成功概率。也能确保你不会因为在错误的时间过于激进而把事情搞糟。当你能够按几年和几十年，而不是几个月或几个季度来考虑问题时，第 1 条原则就得以改变。

当然，这意味着你必须清楚你的风险特征和投资期限，让你能够基于个人情况，评估将多少资产投资于股票是合理的。

风险容忍度问卷

建构资产组合归根结底取决于你的能力、意愿、需要承担的风险。对机构投资者与个人投资者都是如此。如果要我将风险容忍度问卷浓缩为两个简单问题，我认为会是下面两个问题：

（1）我何时需要这笔钱？

（2）在这期间我能承受多大损失，包括精神上及财务上？

其他问题或多或少是由这两个问题衍生而来。问题在于，即使你能够确定这两个问题的答案，而要在市场总是发生变化的情况下，对风险保持恒定态度也很不容易。你对这些市场及经济事项的看法肯定也会改变，这取决于一系列要素，包括过去的市场经验及当前的环境。每个人

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在上涨时都看好，在下跌时都痛苦。即使环境没有发生变化，你对风险的感知也会随市场变化而五味杂陈。研究表明，人们不太擅长预测在未来环境下的感受。对事故的真实体验，通常没有想象的那么可怕。这对决策过程有显著影响。

在一项研究中，研究人员挑出包括艾滋病、犯罪和青少年自杀等 9 项风险，利用一些风险相关的客观指标，比较人们对每项风险的关注程度。他们发现人们对风险的感知过于分散。对于有些人，随着媒体和社会对某项风险关注度的起伏变化，他们的关注点也按照同样的路径发生变化。但是，另一些人对特定风险的关注度变化，不需要特定理由。风险感知的变化并不需要特定理由，但感知确实发生了变化。研究结论是他们没有发现实际风险与感知风险之间的关联。某个人的特定反应主要基于所处环境、个性和经历。[3]

金融市场也存在同样的情况。在另一项研究中，研究人员发现阴天会让人对个股与市场都有高估的感觉。在阴天人的心情比较沉闷，将导致机构投资者超卖。如果你投资位于伦敦或西雅图的基金，就要注意这一点。在阴天，因天气原因而使悲观情绪上升，导致更多投资者卖出，从而对总体市场走势产生负面冲击。在理论上没有什么道理，也可能是市场本身令人沮丧。不过，理论在现实世界里并不总是有效。[4]

金融市场中的投资可能特别反直觉。比较差的公司在合适的价位值得买入，而优秀公司在一段时间上涨之后价格却太贵。伟大的公司并不总是拥有好的股票，而垃圾公司在合适的价位也可能成为很好的投资标的。贱买是最好的事情，不过在市场下跌时，由于担心资产组合价值及净值下跌，不敢出手买进。投资者将未来的赚钱能力和储蓄投入市场，当市场走牛时会高兴过度，但是当股价跌下来以后，反而认为风险较高。

除了按照常规方式参与市场的经验外，有些事情需要靠时间积累，除非我们知道这些情绪的客观存在，不然我们不知道如何控制这类情绪。当存在确定性的感觉时（指赚钱），而不是不确定性的感觉时（指赔钱），

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

我们往往更愿意承担风险。当制订投资计划时，知道人们的思维方式确实有用，因为你可以寻找方式来系统性地清除不良行为。接受是第一步。

风险与不确定性

> *战争充满不确定性；战争中的行为有3/4的决定性因素，或多或少存在不确定性。*
>
> ——卡尔·冯·克劳塞维茨

市场中存在不确定性的要素看起来无穷无尽：利率、公司收入增长率、通货膨胀率、未来的税率、经济增长率、政治局势、消费者信心等，可以一直列下去。正如作家詹姆斯·普雷斯特·伍德（James Playsted Wood）说的："对市场影响最大的事情是一切事情。"投资者不得不费心处理的事情也足有1英里[⊖]长：最热的市场、表现最好的股票、持续的经济数据发布、新基金路演、专家的预测、你的妹夫吹嘘他买的牛股等。

查尔斯·埃利斯曾经说："预测任何变量的未来变化都很难，预测由多个变化中的变量相互影响的未来更加困难，而估计其他专业投资者将如何解读如此复杂的变化确实异常困难。"[5]想到这里你可能脑袋已经大了，但确实是事实。没有人能够完全真正理解驱动市场的各类动力，因为没有人能够预测未来这一简单的事实。愿意承认有些事情你确实不懂，将把你从预测技巧的确定性幻觉中解脱出来。

风险指面临受伤或损失的可能性。当你赔钱时，有时会感觉受到伤害，因此这是一个合适的定义。另一方面，不确定性指无法预测的事件与结果。投资者容易混淆风险与不确定性，但是你必须知道事情总是不确定的这一事实。当市场上涨时投资者貌似更有谱，而当市场下跌时感觉更加不托底。

即使我们知道概率，结果如何呈现也会影响我们的感受。如果用

⊖ 1英里=1609.344米。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

1 : 100 而不是 1% 来表示可能性，尽管是同一回事，我们的直觉感受也会存在风险差异。心理学家在一次实验中，让学生吃一种外形像狗屎的糖。学生们明知道吃的是糖，他们还是难以接受其表现的形式。这些人明白自己的负面感受毫无道理，但是他们还是感觉到并承认这些感受，而难以下咽。[6]

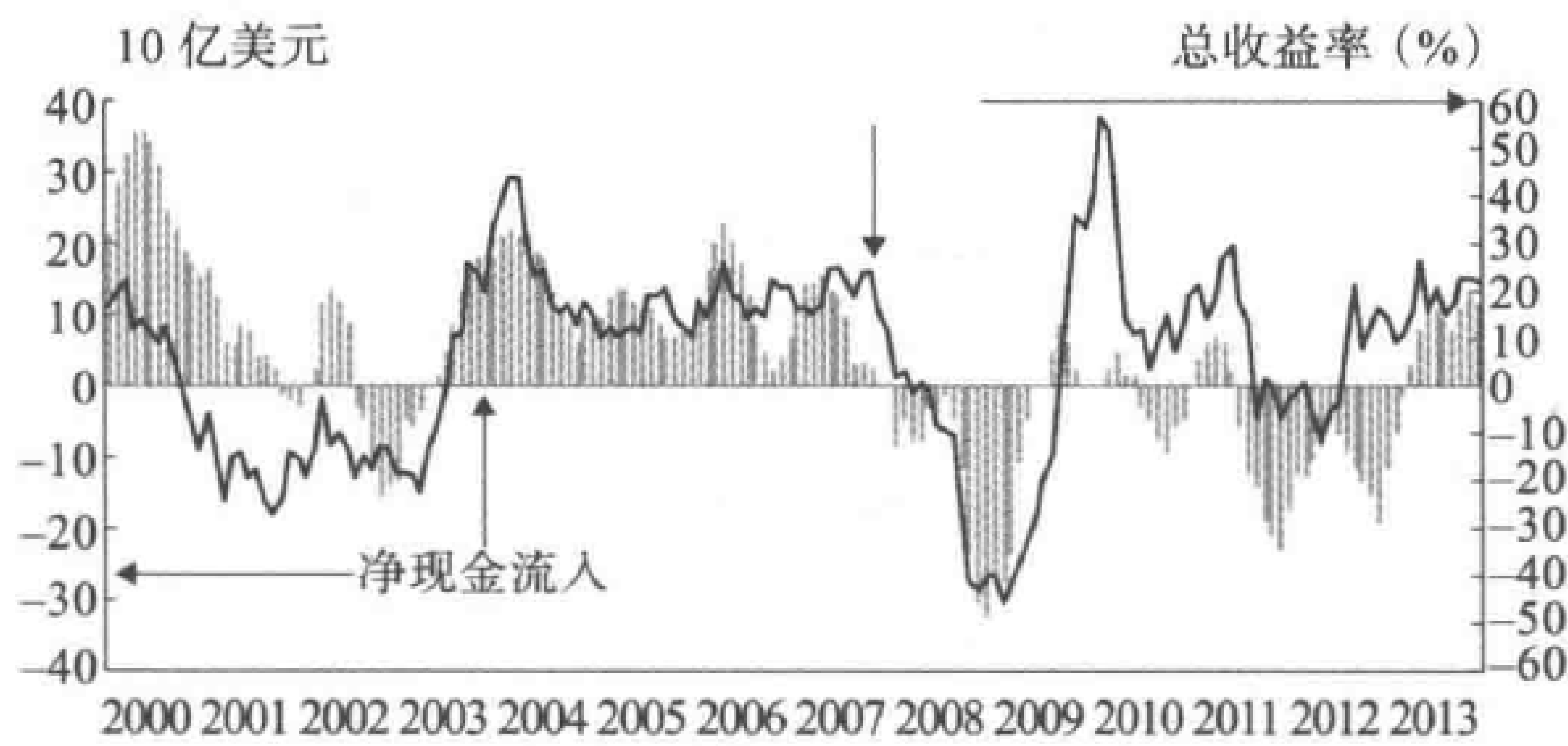


图 3-4 错误时间的错误行动

资料来源：Investment Company Institute.

不确定性是从众心理最重要的导因之一，因为在不确定性时刻，我们倾向于观察其他人的行动，以指导我们的行动。当事情出错时，很自然会看别人怎么办。因为不确定性会导致压力，我们的大脑会主动寻求以任何可能的方式来减轻压力。这将导致投资者追逐过去的业绩，在市场低点出货，在市场高点入局（见图 3-4）。这并不意味着做了正确的事情，但是感觉心里舒服一些。

压力指你现在的状况与理想中的状况之间的差异。压力是人们对自身的期待与不得不接受的现实之间的差异。在尽力做出理性决策时，你的灵魂难以找到安放之地。研究人员通过两组接受电击的老鼠来考察对压力的反应。第 1 组每小时电击 10 次，而第 2 组每小时电击 50 次。第 2 天，所有老鼠每小时都电击 25 次。第 2 天实验结束时，经历了电击次数增加的第 1 组老鼠的血压提高，是承受压力的身体反应。经历了电击次数减少的第 2 组老鼠的血压正常。这是对股市的一种隐喻，因为它表

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

明情绪在思维过程中很重要。绝对的好或坏不重要，但是更好或更坏才重要。[7] 同样，那些之前承受了更多痛苦的老鼠，在下一次痛苦来袭时承受力更强。

在经济低迷时期，不确定性会导致较低的股价，但是一旦不确定性消除，价格就已经上升了。没有方法去预测稀有事件，因为它们很少发生且难以预见。但是你能够预测稀有事件将如何影响你。你会如何应对?

风险规避

研究者分析 1952 年以来的股市，使用有关数据建构了一个可以解释市场过去变动的模型。他们发现如下 3 个因素可以解释 85% 的市场变动。

（1）经济的生产能力，只是在特别长的时期内起作用。

（2）多少经济成果最终通过劳动收入、红利或投资收益等方式，分配到家庭部门。

（3）风险规避程度，主要指人们对不确定性的反感程度。

研究发现约 75% 的股市短期波动可以归因于风险规避程度。[8] 这意味着，股市的短期波动由情绪驱动，而长期变化由基本面决定。

我们停下来思考 1 分钟。股市约 3/4 的时段中，最为重要的决定因素是人们的情绪。每天，世界上最聪明的人中的一部分，经手数万亿美元的财富交易。不过是在我们的情绪主导下发生的这些交易。赚钱或赔钱的前景，让人们行动怪异。实际上，脑部扫描发现，投资赚钱时的大脑活动情况，与可卡因或吗啡起作用时的情况别无二致。赌钱居然与吸毒有同样的感觉。这就是为什么有时市场看起来很好（对不起，我无法抑制自己），但药效消失后市场最终会崩盘。

因为吸毒的效果难以持续，因此这成为需要面对的越来越重要的问题。同样的研究表明，严格按照计划行事对你的大脑行为来说，基本上是痴人说梦。至少在理论上，实现目标或投资赚钱应当是心满意足的感

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

觉。在现实中，我们是否对某件事做好计划，对我们的大脑作用不大。每次我们需要更多的肾上腺素，对同样的情绪反应做出更强烈的回应。这要求我们提高风险，才能得到那种反应。在某种程度上，我们的大脑要求我们进行投机，而不是投资，而这恰恰是你进行终生储蓄时需要避免的行为。

不仅仅是赚钱会对我们的心智产生深刻的物理效应。赔钱的后果更为严重，因为是在大脑处理致命危险的同一个区域处理这类事情。有些人在睡眠中金融损失带来的痛苦会有所减轻。[9] 这有助于解释，为何赔钱造成的伤害，远远超出赚钱的好感。在市场恐慌期间，如果我们让致命的危险信号主导情绪，会对我们的长期金融状况产生严重的问题。

诸多研究表明，赔钱的遗憾是赚钱的快感的 2 ~ 2.5 倍。[10] 请想一想当你走进赌场并赔钱之后的可怕感受。赔钱之后的钻心之痛，远超过赚点钱后的洋洋自得。同样的感受还能在你最喜欢的球队那里找到。每个铁杆球迷都会记得球队被淘汰出局，或在最后一秒钟被仇恨的对手打败时的痛苦。没有人会忘记这种艰难的损失。心碎之痛，比成功之喜，更容易涌上心头。

这就是投资者对市场崩盘总是耿耿于怀的原因。阅读足够多的金融市场史，你肯定会在某个时点遇到以下事件：1929 ~ 1932 年的崩盘，下跌超过 80%；1987 年的黑色星期一，一天之内下跌超过 20%；技术泡沫与破裂让纳斯达克指数，从 2000 年的最高点下跌超过 80%；2007 ~ 2009 年的严重金融危机，几乎让全球所有股市都下跌一半甚至更多。市场崩盘的持久痛苦，难以跨越和恢复。

1987 年股市经历了史上跌幅最大的一天，标准普尔 500 指数一天内下跌超过 20%。在黑色星期一之前的 3 个交易日，累计跌幅超过 10%。因此，仅仅 4 天之内，股市下跌超过 30%！事后看来，这是极佳的买入机会，因为在随后的 5 年中，股市上涨超过翻倍。如果认为在如此艰难的时刻进行投资或持仓是一件容易的事情，那肯定不对。在你的财富灰

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

飞烟灭的崩盘期间，你无法想象那种刻骨铭心的痛苦。我的博客的一位读者分享了他在1987年崩盘期间的经历，从中我们可以看出市场崩盘到底有多恐怖。

> 我1987年确实在股市中（1973年入市投资），我对当时的市场崩盘还有鲜活的记忆。今天从长期的走势图看，当时只是一个小小的波动，很容易说："就这么回事，市场肯定会恢复……那些卖出的人是傻瓜。"
>
> 在1987年，市场新闻与今天完全不同。我们没有互联网。只能看到前一天的《华尔街日报》，或周五30分钟的卢·卢卡塞的"华尔街一周"节目；我们还订阅了一些股市简报（由蜗牛一样的邮件传送）、《吉普林》和《货币》杂志……就只有这么多。
>
> 因此，在我下班回家的路上，我从广播里听到黑色星期一的崩盘信息，我还是没有预期到我老婆的泪水……她的第一句话是："你已经损失了我们的退休金！"（读这句话的感觉并没有听到这句话时那么揪心。）
>
> 在当时，这次崩盘是一件特别严重的事件。担心未来已经改变，是很自然的反应。意见领袖们宣传"这次全球范围内的事件将持续数年；我们的孩子们的生活水平会低于我们。"
>
> 长话短说，我的妻子坚持要求第2天全部清仓（第2天的下跌幅度也很大）；我们后来还是又进入市场。[11]

需要指出，市场在1987年结束时全年还是上涨，即使经历了这次凶狠的崩盘。这次崩盘发生在约30年前，而这位先生到今天还能清晰地回忆起来。你能体会到崩盘带来的恐怖回忆。这一点从来不会改变。不论你是否喜欢，市场崩盘都不会消失，因为是人性导致了市场崩盘。以前一直是这样，以后也总会这样。

对于长期投资者，市场崩盘实际上是最好的事情之一，因为你可以

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

用更低的价格、更高的分红率及更低的估值买到股票。但是作为投资者，这可能是你面临的最可怕的事情之一，因为你不可能买在市场最低点，你总是会认为局面还会更加糟糕。

如果你在 1929 年 9 月的市场顶点买入并持有至 1960 年，你的年收益率是 7.8%。如果你有魄力且有剩余资金，在 1932 年 6 月股市下跌 85% 之后买入，并持仓至 1960 年，你的年收益率是 15.9%。这两种情况下，长期持仓都能获得正收益率。如果你在市场崩盘期间有足够的智慧，投资收益率可能令人吃惊。从 1929 年起，1 美元的投资变成 9.65 美元。在 1932 年投资，1 美元变成 58.05 美元。[12]

以上所有案例均表明，在做投资决策时明确你的投资期限的重要性。例如，如果你按天关注股市整体走势，正收益或负收益出现的概率就像抛硬币。历史上，53% 的天数是上涨，而 47% 的天数是下跌。基于我们对损失规避的理解，损失的痛苦两倍于赚钱的好感，如果你每天关注资产组合的市值，你每天都会感觉股市很可怕。你从赚钱获得的所有快感，都完全被下跌日子的痛苦完全抹平。当市场下跌时，因为这种感受，损失规避还意味着大多数人做出双倍的痛入骨髓的决策。但是，拉长你的投资期限，损失规避的效用就会慢慢消失。按年度看，约 3/4 的年度股市上涨。如果按 5 年看，胜率上升到大约 90%。如果延长到 20 年，美国股市在历史上的任何一个 20 年内，都获得了正收益率。[13]

你越是频繁检查你的资产组合的市值，你看到损失的可能性越高。行为经济学家理查德·塞勒（Richard Thaler）终生都在研究这些投资者身上的毛病，提出看起来简单，实施却不容易的解决之道。他说："风险资产的吸引力取决于投资者的投资期限。某个投资者如果准备等很长时间才去评估投资是赚钱还是赔钱，就会比另一个短期就想赚钱的投资者，认为风险资产的吸引力更高。"[14]

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

恐惧与贪婪的循环

虽然股市的平均长期收益率看起来很好，但是股市的运行周期没有定数。因为投资者有一个坏习惯，总是以近期行情无限外推未来走势，钟摆在任一方向总是摆得太远。在牛市贪婪主导，而在熊市恐惧控盘。请看表 3-3 显示的市场周期变化情况。

表 3-3 恐惧与贪婪的周期性变化（标准普尔 500 指数）① （%）

	年收益率	年波动率
1928 ~ 1945 年	4.6	28.7
1946 ~ 1968 年	12.9	16.9
1969 ~ 1977 年	2.9	20.3
1978 ~ 1999 年	17.2	12.5
2000 ~ 2008 年	3.6	20.1
2009 ~ 2013 年	17.7	11.5

① 标准普尔 500 指数的走势。

经历了大萧条之后，投资者的风险偏好严重受到抑制。从 20 世纪 20 年代后期至第二次世界大战（简称“二战”）结束，市场特征是低收益率与高波动率并存。这个周期的恐惧、风险厌恶和高波动率，为 20 世纪 50 年代至 60 年代的大牛市奠定基础。贪婪和对 50 只大盘股的不切实际的迷恋，最终结束了游戏。在 20 世纪 70 年代的市场环境下，股市投资者对高通货膨胀时期耿耿于怀。在随后的困难时期，投资者开始撤出股市，就在这个时候启动了 20 世纪 80 年代至 90 年代的大牛市。这 20 年获得天文数字般的投资收益率，平均波动率却远低于平均水平，这正是投资者的梦幻天堂。当然，这个时期为可怕的 21 世纪的前 10 年埋下伏笔，到 1999 年年底，形成势不可挡的贪婪，最终行情到达转折点。

我认为你已经理解。恐惧与贪婪依次掌控市场，因为经历了超过平均收益率的时期，不可避免就会是低于平均收益率的时期，反过来也一样。当投资者允许他们的预期脱离现实时，问题开始出现。乐观主义者

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

最终获胜，市场长期走势是上涨，但是并不像事后分析长期平均收益率数据那么简单。股市要经历这些爱恨交织的交替时段，才能获得超过债券与现金的长期收益率。

当股市经历急跌或很长时期的阴跌之后，需要分析性的思维与不诉诸感情的态度，才能出手买股票。对于那些资产组合到期的投资者，1928 ~ 1945 年、1969 ~ 1977 年、2000 ~ 2008 年年市场特别折磨人。但是对于那些超过 10 年后才会从资产组合提款，随时间推移有未来赚钱能力可用于储蓄的人群，这些可怕的市场环境却是一种幸事。在特别不稳定的低收益率市场，储蓄者总是可以在更低的价位买入股票。有些环境对投资者有利，而另外一些环境对储蓄者有利。你对于某个特定周期的看法，可能取决于你的资产组合的到期日。即使在最坏的市场中，如果你保持冷静继续加仓，就还有获利的机会。

大多数投资者很难保持这种态度，因为在下行市场投资确实很难受。每次处于牛市中，貌似所有人都成为长期的买入并持有型的投资者。那些晚来的投资者说他们从来不会担心损失或波动性，因为他们着眼长远。不幸的是，一旦不可避免的熊市抬起它的丑陋的头颅，投资者立陷入恐慌，一旦产生损失就落荒而逃。“我着眼长远”很快就变成“让我出去，我受不了了”。洗盘，洗盘，继续洗盘，你应当理解恐惧与贪婪周期仍然还存在。当你买的所有股票都上涨时，你开始感觉到你不会犯任何错误。自负在心，他们如是说：“下跌之前信心爆棚。”一旦美好时光最终结束，这种信心就变成一地鸡毛。贪婪很快变成恐惧，其程度取决于崩盘的严重程度及下跌周期的长度，投资者一朝被蛇咬，十年怕井绳。

明晰你的投资期限如此重要的原因在于，当股市下跌时，需要很长时间才能恢复到之前的价位。从 20 世纪 20 年代起，考虑红利再投资和通货膨胀因素，标准普尔 500 指数经历熊市后的平均恢复时间约 40 个月。当下跌超过 20% 后，需要大约 3.5 年恢复期。“二战”以来，股市经历的最长的收复失地的恢复期是 5 年 8 个月，发生在 2000 年的技术泡沫

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

破灭之后。[15]

风险因环境而异，并随你的个人条件与你对风险的感知而变化。对于大多数投资者，你的最大风险来自于你不清楚自己在干什么，这意味着你手头没有投资计划。没有计划，波动性与不确定性会置你于死地。

本章要点

- 如果不愿意接受可能发生短期损失的可能性，你不可能在资本市场获得长期的较高收益率。你如果看重短期的本金安全，代价就是长期不能获利。长期战胜通货膨胀的唯一方式是承担风险。
- 对不同的人群，风险有不同的含义。风险因背景而异，很大程度上取决于你的特定风险偏好和投资期限。每当你做投资决策时，请高度关注这两个变量。对大多数投资者，风险归结于手头没有投资计划，通常不清楚正在干什么。
- 波动性既是风险也是机遇，取决于你如何应对市场波动。聪明的投资者把波动看成赚钱的良机，在压力下保持清醒，遵循自己的投资程序。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第 4 章
Chapter4

市场谬论和市场发展史

投资智慧始于明悉长期回报是唯一重要的因素。

——威廉·伯恩斯坦

与鲍勃会面。

鲍勃是世界上最差劲的市场择时投资者。

下面介绍鲍勃在股市的糟糕择时交易经历。

1970 年，鲍勃 22 岁时开始职业生涯。他是一位用心的储蓄者和规划者。鲍勃预先为退休做规划，筹划他的全部未来储蓄。他计划在 20 世纪 70 年代每年存 2000 美元，并在随后每过 10 年增加 2000 美元，直至 2013 年年底 65 岁时退休。鲍勃的退休储蓄计划见表 4-1。

表 4-1 鲍勃的退休储蓄计划[①] （单位：美元）

年代	每年储蓄金额	总储蓄金额
20 世纪 70 年代	2 000	20 000
20 世纪 80 年代	4 000	40 000
20 世纪 90 年代	6 000	60 000
21 世纪前 10 年	8 000	80 000
21 世纪 10 年代	10 000	40 000

① 鲍勃 2013 年退休。

鲍勃开始在银行账户中每年存入 2000 美元，1972 年年底时他存了 6000 美元时开始投资。虽然鲍勃是用心的储蓄者，但他的投资技巧实在

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

令人不敢恭维。作为一名投资者，鲍勃的问题在于，只有当股市涨了很高以后，他才有勇气把资金投入市场。

1972 年年底，鲍勃把所有的资金都投入标准普尔 500 指数基金。[1] 在随后的 1973 年和 1974 年的熊市中，市场下跌了近 50%。鲍勃正好在市场暴跌前的高点买入，这次投资时机真是糟糕。虽然入市时机很不好，但鲍勃也有可取之处。他一旦买进，就绝对不会卖掉基金份额。他一直持有，因为他同样害怕会卖错。

请记住他的决策，因为是重大决策。

鲍勃不敢再投资股市，直到 1987 年 8 月，又一轮涨幅巨大的牛市已经确立。经过 15 年的储蓄，他现在又有 46 000 美元可用于投资。他再一次投资了标准普尔 500 指数，又一次站在了市场暴跌前的高位。这一次，就在鲍勃买入后，股市快速下跌超过 30%。鲍勃没有选对时机，因为他还像以前那样投资。

1987 年股市暴跌后，鲍勃不愿再把新增储蓄投入股市，直到 1999 年年底科技网络股泡沫快速膨胀。现在他又存了 68 000 美元可用于投资。这次他在 1999 年 12 月底买入，又遭遇了超过 50% 的下跌，此次下跌一直持续到 2002 年。好了伤疤忘了疼，鲍勃仍决定在他退休前再做一笔大的投资。

最后一笔投资发生在 2007 年 10 月，从上一次 2000 年入场后鲍勃又存了 64 000 美元。他经历了令人心惊胆战的多次市场择时投资，最后一次投资又经历了房地产泡沫破灭，市场下跌超过 50%。金融危机后，他决定把钱存进银行（另外 46 000 美元），但保持股市投资不动，直到 2013 年年底退休。

整体说来，鲍勃是一个糟糕的市场择时投资者，他每次都是在市场崩盘前的高点做出买入决定。表 4-2 列出了买入时间、每次投资金额和市场下跌幅度。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 4-2 鲍勃在历次股市高点的错误择时

投资日期	投资金额（美元）	随后的跌幅（%）
1972 年 12 月	6 000	–48
1987 年 8 月	46 000	–34
1999 年 12 月	68 000	–55
2007 年 10 月	64 000	–57

幸运的是，虽然鲍勃未能准确择时，但他从未卖出股票。无论是 1973 ~ 1974 年的熊市，1987 年的黑色星期一的崩盘，2000 年的互联网泡沫破灭，还是 2007 ~ 2009 年的金融危机，他从未卖出任何股票。

那么他的业绩到底怎样呢？

虽然他每次都买在市场的顶点，但鲍勃最终仍然成了拥有 110 万美元的百万富翁。你可能会问这是怎么回事？

首先，鲍勃是勤勉的储蓄者，提前规划储蓄方案。他的储蓄目标从未动摇，而且不断增加储蓄金额。其次，他让投资滚存积累数十年，在 40 多年的投资过程中从未卖出。他是真正的长期投资者。他在面对巨大损失时，忍受了巨大的心理压力，但仍然保持了长期投资心态。我更愿意相信鲍勃这么多年，根本就没有太关注他的投资组合。他只是不断地埋头存钱。

显然很难相信，鲍勃的择时投资能力很差，但他有足够的勇气持有股票不卖。但是关键在于：在足够长的时期内，即使是错误的投资决定，也能被长期投资产生的复利效应抵消。现在我们分析在相同的时间跨度下，如果鲍勃不是一直做出错误的择时投资，而是简单地将他的资金均衡投入市场，结果又会怎样？如果他不是直至对市场有信心时才买入股票，他最终可能会拥有近 230 万美元。

如此，他就不会被称为“鲍勃是世界上最差劲的市场择时投资者”。

鲍勃的投资经历是关于投资第 1 个谬论的最好例证。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

谬论 1：你必须择时投资以获取像样的回报

在过去约 90 年间，美国股市年均上涨近 10%。在这期间，股票市场历经多次涨跌起伏，通货膨胀的上升或下降，短期利率高达 15% 或低至 0。投资者经历了多次狂热和恐慌，经历了大萧条，大约 5 年一次的衰退、第二次世界大战、科技股泡沫以及将近 100 次超过 10% 的调整。

在很长的时期内，某笔择时准确的投资，在整体投资分析框架下并不重要。传奇的共同基金管理人彼得·林奇与富达投资做过一项研究，在 1965 ~ 1995 年的 30 年间，如果你每年都在市场最低点（精确到最低点的那一天）买入，你将获得年均 11.7% 的回报。

如果你属于不幸的那一类，正如林奇提到的杰基·格利森（Jackie Gleason）家族，每年在高点投资，你的年均回报率也将达到 10.6%。从另一方面看，如果你想简单投资，在每年的第 1 天投入资金而不思来想去，你将获得每年 11% 的回报。选择最好的时机和最差的时机进入市场的差别很小，但把资金定期投入市场，每个投资者都能做到。因此，与其把大量的时间和精力，用于研究如何选择最好的入市时机，倒不如简单地在长期内采用定期定额投资方式（DCA），这样压力更小且更容易操作。[2]

还有另外一项针对 237 家择时投资简报的研究。这些简报给付费用户发出买卖指令。研究结果发现，这些市场择时买卖建议的正确率低于 25%。

这并不是说市场择时完全不可能实现。有投资者这样做，不是很多，但有一些投资者确实在这样做。只是心理上会经历非常残酷的考验。如果你要在完全投入市场和完全退出市场中做出抉择，确实要承受精神上的煎熬。

这是因为择时投资需要做出两个决定：需要在相对高点卖出，然后在相对低点买入。即使你对了一半（卖对了），也很难再在股市下跌时再买回来。因为当市场调整或崩盘时，坐拥现金是世界上感觉最好的事情。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

说服自己远离市场，比下决心重新全仓买入要容易得多。除非你拥有一套系统的、规则导向的投资程序给你提供买入卖出信号，且你能够风雨无阻地按指令操作。否则，当你分析基本面或依靠直觉的时候，你很难改变你的股票仓位。

当然，任何长期投资策略往往会受到情绪的影响。诀窍在于找到一种方法，可以在你晚上安然入睡与提高长期财务目标的实现概率之间取得平衡。

谬论 2：必须耐心等待市场好转后投资

“我要等情况好转后再重新进入市场。”在 2007 ~ 2009 年的股市崩盘期间，我听到过无数投资者表达了类似想法。问题是，如果你要等到情况好转后再进入，最终你将失去市场恢复所带来的丰厚收益。

股市提前反映了未来事件，并将未来事件的影响体现在当下的股市中。虽然这不一定总是对的，但投资者一直在尝试这么做。当市场由好变得非常好时，通常并不是投资业绩最好的阶段。实际上当市况由糟糕变得不那么糟糕时，才是投资业绩最好的阶段。重要的不是市场改善的绝对水平，而是市场趋势是走好还是变坏。如果市况走坏趋缓，投资者会认为这是一个积极的信号，因为市场已跌无可跌，只能走好。

举个例子，1950 年以来，美国的平均失业率略高于 6%。当失业率低于平均水平时，标准普尔 500 指数平均每年上涨 6%，远低于这段时期每年约 10% 的长期平均涨幅。当失业率高于平均水平时，股市平均每年的涨幅跃升至超过 16%。股市有一个诡异的真相：最佳买入时机恰恰是市况最差的时候。

进一步解构以上变量之间的关系，表 4-3 显示不同失业率对应的股市投资收益率以及发生的频率。当市场看起来最坏的时候，实际上那就是最好的投资时机。如果你要等待情况转好，就会错失机会。[3]

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 4-3 失业率和股市收益率 (%)

失业率	标普 500 指数的年化收益率	频率
>9	24.50	8
7 ~ 9	15.10	22
5 ~ 7	8.30	47
<5	3.90	24

资料来源：Federal Reserve.

谬论 3：只要能预测下一轮衰退，就能择时投资

1928 年以来，美国经济平均每 5 年就经历 1 年的衰退，时间占比为 20%。在此期间，两次衰退之间的最长间隔时间是 10 年（1991 ~ 2001 年）。衰退令人痛苦，但是从某种程度上来说，每次衰退都处于强烈的经济复苏之间，人们很容易忘记衰退，将其视为经济周期涨跌起落的自然结果。表 4-4 显示了美国经济衰退的频繁程度。

表 4-4 1929 年以来美国的经济衰退情况

衰退期间	GDP 降幅（%）
1929 年 8 月 ~ 1933 年 3 月	–26.7
1937 年 5 月 ~ 1938 年 6 月	–18.2
1945 年 2 ~ 10 月	–12.7
1948 年 11 月 ~ 1949 年 10 月	–1.7
1953 年 7 月 ~ 1954 年 5 月	–2.6
1957 年 8 月 ~ 1958 年 4 月	–3.7
1960 年 4 月 ~ 1961 年 2 月	–1.6
1969 年 12 月 ~ 1970 年 11 月	–0.6
1973 年 11 月 ~ 1975 年 3 月	–3.2
1980 年 1 ~ 7 月	–2.2
1981 年 7 月 ~ 1982 年 11 月	–2.7
1990 年 7 月 ~ 1991 年 3 月	–1.4
2001 年 3 ~ 11 月	–0.3
2007 年 12 月 ~ 2009 年 6 月	–4.3

资料来源：National Bureau of Economic Research.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

股市像经济一样也有周期性，因此很多人认为股市暴跌会与 GDP 增长率的下跌保持一致。这种看法过于简单。根据杰里米·西格尔（Jeremy Siegel）教授的观点，“二战”以来，道琼斯工业平均指数下跌至少 10% 但同期经济并没有衰退的情况，一共出现了 13 次（见表 4-5）。这意味着市场每 5 年会经历平均 20% 的下跌，但经济并无衰退。[4]

表 4-5 股市下跌 10% 以上但经济没有衰退 （%）

1946 ~ 1947 年	-23.2
1961 ~ 1962 年	-27.1
1966 年	-22.3
1967 ~ 1968 年	-12.5
1971 年	-16.1
1978 年	-12.8
1983 ~ 1984 年	-15.6
1987 年	-35.1
1997 年	-13.3
1998 年	-19.3
2002 年	-31.5
2010 年	-13.6
2011 年	-16.8

资料来源：Stocks for the Long Run.

股市与经济很少能保持一致步调。经济增长很少告诉我们股市将会怎么运行。从一年的时期看，国内生产总值增长率与股市投资回报率之间基本不相关（相关系数为 0.01，若相关系数为 0，意味着这两组数据无相关性，若相关系数为 1，意味着两组数据具有完全的相关性）。即使从 10 年的时间跨度看，两者之间相关性也不高（相关系数仅为 0.05）。[5] 你应当不断地念叨咒语：股市不是经济，股市不是经济……

谬论 4：股市的历史走势存在一种精确的模式

著名的价值投资者约翰·邓普顿（John Templeton）曾经说过：“投

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

资者说，‘市场这次不一样’，而事实上这一次完全就是此前情况的重复，持有这种看法的投资者说的是投资史上代价最昂贵的语句。”[6]很多投资者把这句话理解为：如果他们能解构市场的历史走势特征，他们就能得到完美的公式，来弄清楚未来的市场运作。这种想法的问题在于过去的市场周期完全独一无二。表4-6显示了不同的10年中，不同的市场走势和经济数据缺乏规律可循。

表 4-6 每一个周期都是独一无二的 (%)

	平均股息率	利润增幅	名义 GDP 增幅	通胀率	平均10年期收益率	股票回报率	债券回报率
20世纪30年代	5.5	–5.7	–1.4	–2.1	2.9	–0.9	4.0
20世纪40年代	5.7	9.9	11.2	5.6	2.3	8.5	2.5
20世纪50年代	4.9	3.9	6.3	2.0	3.0	19.5	0.8
20世纪60年代	3.2	5.5	6.6	2.3	4.7	7.7	2.4
20世纪70年代	4.0	9.9	9.7	7.1	7.5	5.9	5.4
20世纪80年代	4.2	4.4	8.3	5.5	10.6	17.3	12.0
20世纪90年代	2.4	7.7	5.6	3.0	6.7	18.1	7.4
21世纪00年代	1.8	0.6	3.9	2.6	4.5	–1.0	6.3
21世纪10年代	2.0	17.2	2.1	2.1	2.5	15.7	4.2

资料来源：Robert Shiller.

试图在这些数据中找到一个规律。你会发现从这个10年到下一个10年没有任何逻辑或缘由。没有单个指标或变量能够给投资者提供独门武器。市场上唯一不变的就是市场按周期运行的事实。没有事情永远往一个方向发展。正如橡树资本的霍华德·马克斯（Howard Marks）说的：“每隔一段时间，一个上升或下跌行情持续了很长时间和/或到了极限，投资者就开始说‘市场这次不一样’。他们会列举地缘政治、制度、技术或行为的变化，认为这些因素使得‘老规则’过时了。他们外推近期市场走势并做出投资决策。事后证明老规则仍然适用，市场周期重新开始。最终，树不可能长到天上去，也没有事物会归零。相反，很多事情最终还是遵循周期规律。”[7]

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

但是马克斯和邓普顿并不是说，找到可靠的指标就能够预测未来市场走势。人类本能永远不变。正如杰西·利弗莫尔（Jesse Livermore）在一个多世纪前说的："我早前学到的另一个经验就是，华尔街上没有什么新玩意儿。不可能有，因为投机和山丘一样古老。股市今天发生的一切，之前已经发生过了，将来还会继续发生。"[8] 人们总会落入恐惧和贪婪的陷阱。

周期不可避免，但试图完美地确定周期的时间很困难。因为，虽然从人类本性的角度看这次没有不同，但是从市场构成看，这次总是不一样。行业变化了，信息更丰富，投资者前所未有的精明，一旦你认为发现了秘密指标，能解释买卖证券的完美时点时，这个指标很快就会失效。

谬论 5：股票和债券走势总不一样

因为投资者发现股票和债券处于风险图谱中的两端，很多投资者就认为股票和债券的走势也会相反。因此当股票表现好时，债券就应该表现糟糕，反之亦然。通常的看法是：当每一类资产在相同时期都有积极表现时，某类资产必须让路。这在理论上说得通，但现实中并非如此，有时你会看到股票和债券在一段时间内都有积极的表现。实际上，回溯到 20 世纪 30 年代，全部年份中近 60% 的时期内，标普 500 和 10 年期国债在同一年中都取得了正收益（见表 4-7）。

表 4-7 在同一年股票和债券都取得正收益

每十年	都取得正收益的比例（%）
20 世纪 30 年代	40
20 世纪 40 年代	70
20 世纪 50 年代	30
20 世纪 60 年代	60
20 世纪 70 年代	70
20 世纪 80 年代	70

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（续）

每十年	都取得正收益的比例（%）
20 世纪 90 年代	70
21 世纪 00 年代	50
21 世纪 10 年代	75
1930 ~ 2013 年	57

股票和债券的关系并不是一成不变的，就像金融市场上其他所有投资品种。在很长的时间窗口下，这两种不同的资产类别的相关性接近零，以外行人的话来说，这意味着这两类资产的价格走势，没有正相关也没有负相关。虽然这两类资产很多时候同时表现良好，但并不意味着它们彼此步调一致。随着时间推移这种关系还会改变。图 4-1 显示这两种资产的相关性的变化情况。有时它们同时上涨。其他时候它们走势完全相反，大多数时候这两类资产的走势缺乏可识别的模式。

分散化配置股票和债券的好处，在市场下行的年份会体现出来。回溯到 1928 年，只有 3 个年份股票和债券同时下跌（1931 年、1941 年和 1969 年）。



图 4-1 股票和债券的 3 年滚动相关系数

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

谬论 6：在金融危机期间需要对黑天鹅事件采取对冲措施

2007 ~ 2009 年的股市暴跌后，投资者苦苦追寻答案：我怎样才能保护自己免遭未来的市场崩盘？我需要选择哪种基金来保护自己？正如往常一样，华尔街非常乐意提供过多的复杂策略来填补这种空白地带，包括熊市基金、双重和三重杠杆反向 ETF 基金、市场中性基金、多头 / 空头基金和众多承诺在市场下行期给投资者提供保护的其他基金结构。噢，顺便说一下，要解决你的麻烦需要支付高昂的费用，因为我们试图为你提供终极武器，可以在 2008 年发挥作用。

记住，奥卡姆剃刀法则认为，虽然更复杂的策略可能被证明是正确的，但由于未来是不确定的，最简单的解决方法常常是最好的答案。大多数投资者很少意识到投资也是这样，市场的长期发展历程可以证明这一点。回溯到 1928 年，标普 500 指数有 24 年是下跌的，基本上每 4 年就有 1 年平均下跌约 14%。表 4-8 显示每一个下跌年份的跌幅以及优质债券相应的收益率。

表 4-8 股市下跌时年收益率 （%）

年份	股票	债券	年份	股票	债券
1929	-8.3	4.2	1962	-8.8	5.7
1930	-25.1	4.5	1966	-10.0	3.0
1931	-43.8	-2.6	1969	-8.2	-5.0
1932	-8.6	8.8	1973	-14.3	3.7
1934	-1.2	8.0	1974	-25.9	1.9
1937	-35.3	1.4	1977	-7.0	1.3
1939	-1.1	4.4	1981	-4.7	8.2
1940	-10.7	5.4	1990	-3.1	6.2
1941	-12.8	-2.0	2000	-9.0	16.7
1946	-8.4	3.1	2001	-11.9	5.6
1953	-1.2	4.1	2002	-22.0	12.1
1957	-10.5	6.8	2008	-36.6	20.1

资料来源：Aswath Damodaran.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在股市下跌的24个年份中，有21年债券是上涨的。在股市下跌期间，债券的年回报率比股市平均高约19个百分点。当经济危机或地缘政治紧张来袭，股市跳水时，投资者转投债券的安全性。在市场风暴中，债券是市场的避风港。

在风暴期间，债券以两种方式发挥支持性作用。首先，债券提供了灭火器，让投资者能够以甩卖价买入股票。充分抓住股价低迷机会的唯一方式，就是手持现金有能力买入。这就要求有新增储蓄或持有债券（或现金），或两者兼而有之。对于那些因生活开支，需要从投资组合提款的投资者，债券也可以当作流动性工具。你最不想做的事，就是股票已经下跌了，而你却不得不卖出。

其次，债券可以作为情绪对冲工具。大多数情况下，债券比股票稳定。债券一年的跌幅可能只相当于股市糟糕的一天。对那些不愿或不能完全应付股市周期性波动的投资者，固定收益证券在投资组合中可以发挥情绪稳定作用。如果债券能够提供心理屏障，防止投资者在权益资产配置太高的情况下，在错误的时间做出错误的决定，那么债券就发挥了作用。

谬论7：股票比债券风险更高

虽然在经济危机和股市下跌时期，债券投资较为安全，但并不意味着股票比债券风险更大。从第3章我们得知，风险是一个很难定义的概念。在不同的时间窗口，对不同的投资者而言，风险也有所不同。虽然股市崩盘的损失比债券投资的损失严重得多，但时间跨度越长，债券相对于股票的吸引力逐渐减弱，直至完全消失（见表4-9）。

如果追溯计算至1928年，考察每30年的年均投资回报率，你会发现债券回报率的标准差或波动率实际上比股票大。股票的标准差是1.4%，而债券是2.7%。这意味着从历史数据看，债券的每30年的年均

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

回报率的波动率大于股票。因此，短期看股票的收益波动率要大得多，但从长期看债券的收益波动率实际上更大。

表 4-9 1871 ~ 2012 年股市跑赢债券的年份占比

时间跨度	股市胜出（%）
1 年	61.3
5 年	69.0
10 年	78.2
20 年	95.8
30 年	99.3

资料来源：Stocks for the Long Run.

谬论 7a：债券比股票风险更大

在硬币的另一面，历史数据总会有偏离的情况。曾经有过 3 次 20 年期间，美国股市在剔除通胀后的回报率为 0，即 1900 ~ 1920 年、1929 ~ 1949 年以及 1964 ~ 1984 年。[9] **大多数时候**是市场数据统计关系中需要记住的最为重要的术语之一。没有什么东西总是或永远有效。大多数时候，股市的表现好于债券。实际上，市场短期收益率与长期平均收益差异很大。如果市场没有波动，那么就不存在风险。而如果没有风险，在股市中也就无法赚取风险溢价。

1802 ~ 2010 年，按 10 年期分析，约有 71% 的时段，股市的收益率超过长期国债。而按 20 年考察，上述数字跃升至 83%。以上数据给人印象深刻，但你要注意到，股市并非 100% 好于国债。这些数据我们耳熟能详，对认识市场周期有指导意义。1857 ~ 1929 年，股市为牛市，很容易就战胜长期债券。随后从 1929 年的大萧条一直持续到 1949 年，债券比股市表现好。1950 ~ 1999 年，股市再次成为大赢家。从 2000 年科技网络泡沫破灭直到 2010 年，债券成为更好的投资品种。[10] 1929 ~ 1950 年，不受待见的 5 年期国债的表现好于标普 500 指数，1968 ~ 1980 年也是

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

如此。[11]

问题不是要推论出债券表现好于股票，或是推测什么时候债券好于股市。实际上要说明的是：痛苦的市场涨跌周期，最终可能导致投资者质疑他们长期以为正确的任何观念。这些时期是投资者精神折磨的源头。市场之神总是用与投资者既有观念相冲突的数据来诱惑投资者。请你记住，长期平均收益率数据仅仅是平均数，围绕平均数有很多短期甚至中期的波动。你要有心理准备，在一生中有很多时刻，你会对自己长期持有的市场观点表示怀疑。

但也要记住，在股市上不经历风雨就见不到彩虹。提及困难重重的市场环境，这是一个不幸但又必需的先决条件。

缪论 8：21 世纪前 10 年是股票市场失去的 10 年

由于科技网络泡沫破裂和严重的经济衰退，21 世纪前 10 年是美国股市表现最糟糕的 10 年。在不到 10 年的时间里，标普 500 指数两次腰斩。2000 ~ 2009 年，标普 500 指数经历了可怕的 10 年，最终这 10 年的总收益率为 –9.1%。这意味着投资者平均每年损失约 1.9%。假如在 2000 年 1 月 1 日投入 1 万美元，到 2009 年 12 月 31 日就变成了 9085 美元，而且这还没有剔除通胀、税收或管理费。很多人将这 10 年称为股票市场失去的 10 年。

但是，标普 500 指数在 21 世纪前 10 年的收益率如此糟糕有其原因。在 2000 年之前的 20 年间，股市经历了一场史无前例的牛市。1980 ~ 1999 年，标普 500 指数总体上涨幅度超过 2500%，几乎每年上涨 18%。确实是股市 20 年长期平均投资收益率的两倍。在 1980 年年初投入 1 万美元，到 1999 年年底就增长到 26 万美元。

我们都知道在山顶的另一边就是山谷。即使标普 500 股票在全球股票市场占有很大份额，但投资者仍然可以投资很多其他股市。事实上，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

21 世纪前 10 年，只是标普 500 指数失去的 10 年。小市值股票、价值股、中市值股票、房地产信托基金和新兴市场都轻易跑赢了标普 500 指数，在那个失去的 10 年都取得了正收益。我们看一下表 4-10，就能看到多元化投资的效力。如果你把所有的鸡蛋都放在一个篮子里，比如全部投资大市值的美国股票，这 10 年你的投资业绩将会非常糟糕。但是如果你将筹码分散到不同的细分资产类别和投资区域，你的业绩会非常好。

表 4-10　股市失去的 10 年？[①]　（%）

资产类别	总收益率	年均收益率
标普 500	–9.1	–1.0
新兴市场	162.0	10.1
小市值价值股	158.6	10.0
中市值股票	84.2	6.3
房地产信托投资基金	169.0	10.4
均等权重的资产组合	112.9	7.2

① 2000 ~ 2009 年。

对表 4-10 中列出的 5 类资产，进行简单同等权重配置，可以获得 7.2% 的年均收益率。考虑到要抵消标普 500 指数在那 10 年内的糟糕表现，7.2% 的收益率还不算差。我们将在第 7 章深入分析分散化投资与资产配置，上述数据充分表明，分散你的筹码而不依赖单一资产类别，特别重要。

谬论 9：股市到达历史新高意味着将暴跌

标普 500 指数在 2000 年早期，创出了历史新高，随后的两年下跌超过 50%。2007 年年底又再次突破历史新高，紧接着又是一次超过 50% 的下跌。回望这 10 年，许多投资者得出结论：股市达到历史新高与紧随其后的暴跌之间，有明确的相关性。貌似每次市场猛涨到历史新高，随后都会腰斩。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

股市走势不会那么简单。当然，股市达到新高可能会下跌，但创历史新高并不必然引发股市下跌。1950 年以来，标普 500 指数创造过 1100 多次历史新高，约占全部交易日的 7%，或每 15 天就有一天创出历史新高。以下是每 10 年间，标普 500 指数创出历史新高的天数情况。

10 年期	天数
21 世纪 00 年代	13
20 世纪 90 年代	306
20 世纪 80 年代	192
20 世纪 70 年代	35
20 世纪 60 年代	205
20 世纪 50 年代	288

在某些 10 年期内，你看到的数字较少。如从 1973 年年初至 1980 年年末，股市花了近 8 年的时间才创出历史新高。从 2000 年 3 月至 2007 年 5 月，又花了大约 7 年时间。从 2007 年的高点至 2013 年年初，又花了 5 年半的时间。

当你思考这个问题时，你会感觉不错，因为股市每 4 年中有 3 年会上涨。大部分时候股市都在上涨。因此，股市每隔一段时间就会创历史新高，再正常不过。当然，当股市达到新高后，并不一定继续往上涨，但这也不意味着会如投资者曾经预期的那样立刻下跌。新高并不是一个卖出信号，犹如它也不是一个买入信号。它们只是股市上涨过程中的一部分，即使它不时会招致投机性下挫。

谬论 10：有息资产更为安全

安奈利资产管理公司（NLY）是一家抵押不动产投资信托公司。该公司持有不动产产权，将收益的大部分，约 90% 作为红利分配给投资者，作为合格房地产投资信托基金（REIT）享受特殊税收优惠政策。2010 年年底股价是 17.92 美元，预计分红率为 15.4%。这种收益率能够

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

吸引追求现金分红和较高收益的投资者。

2011 年，NLY 实际分配的每股红利为 2.44 美元，年底股价为 15.96 美元。按 2010 年年底的股价计算，你得到的分红率为 13.6%，表面上看这个收益很棒。唯一的问题是你在股价上损失了 10.9%。从总收益率看，投资者的净收益率只有 2.7%。

接下来的一年，预计分红率大致跟前一年一样，约为 15.3%。2012 年度实际支付的股息为 2.17 美元，年底股价为 14.04 美元。考虑分红率（13.6%）和股价下跌（–12%），总收益率仅为 1.6%。考虑到标普 500 指数当年 16% 的收益率，这个收益率不太好。

在随后的年份，2013 年又预告了诱人的 15.5% 的分红率。利率的上升制约了公司的分红，实际只派出 1.65 美元的股息，股本回报率仅为 11.8%。股价也跳水，2013 年年底跌至 9.97 美元，下跌 29%，当年总投资收益率为 –17.2%。

这个案例说明为什么总收益率也很重要，而不能只考虑现金分红率。投资者这 3 年的总收益率为 –13.7%，即使公司每年初的计划分红率超过 15%。而且，分红金额下跌也超过 30%。有投资者看到 15% 的分红率，认为是一项无风险而不能错过的投资机会，因为附带分红。分红率使得投资者感到安全，因为分红实实在在。通常说来，较高的收益率来自较高的风险，且较高的收益也意味着较高的风险。要么你投资优质但收益低的产品，会在短期内更安全；要么投资风险较高收益也较高的产品，但短期内的本金安全性要低些。

针对将现金分红作为资产安全性标准的问题，金融危机提供了很好的案例。有很多可供投资者选择的收益型资产：优质的政府债券、公司债券、房地产信托基金、支付股息的股票、垃圾债券或优先股。表 4-11 展示了这些收益型资产在股市崩溃期间的表现情况。

你已经看到，除了优质债券，其他收益型资产都存在风险。在风险图谱中，你想承担多大的风险，取决于你的风险容忍度、投资期限和在

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

市场修整或暴跌情况下你能够容忍的心理煎熬程度。配置一定比例的较高风险的固定收益资产没有错，只是需要提前知晓风险。有些人不愿承担更高的风险，但对另一些人，他们为了获得潜在的更高回报，可以承受较高的风险。投资者需要了解自己，并明智地选择要纳入投资组合的资产。

表 4-11 股市崩盘期间收益型资产的市场表现（2007 年 10 月至 2009 年 2 月）

资产类别	收益率 / 损失率（%）
优质债券（BND）	6.8
垃圾债券（JNK）	–32.8
公司债券（LQD）	–5.6
分红股票（SDY）	–47.0
优先股（PFF）	–53.7
房地产信托基金（VNG）	–64.1

资料来源：Yahoo! Finance.

谬论 11：大宗商品是好的长期投资品种

想要知道理解投资顾问的资产配置模型的最好方式吗？就是列示出最近一段时期表现最好的那些资产。最好的例证就是 21 世纪第一个 10 年的中期出现的大宗商品超级周期，引诱很多投资者都考虑配置大宗商品。

2001 ~ 2007 年，分散化配置大宗商品的投资组合的市值翻了一倍多。稀有金属股票，即提取这些贵金属的上市公司股票，上涨幅度达到了惊人的 615%。

看到那些丰厚的利润，资金开始涌入以大宗商品为基础资产的基金，华尔街的投资经理们十分乐意满足投资者贪得无厌的需求。不幸的是，国际金融危机和持续的低利率环境，让大宗商品投资者举步维艰。先锋贵金属基金仅在 2008 年就下跌了 56%。在 2009 年和 2010 年反弹后，到 2014 年又下跌了 63%。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

这些高风险股票不适合心态脆弱的投资者。先锋贵金属基金自 1985 年成立以来，年均收益率约为 5.6%，仅为同期标普 500 指数的年收益率的一半。而麻烦的是，投资者面临的波动率却翻倍。持有这样波动率较高的股票组合，可能获得一些分散化效应，但投资者不太可能对这种没有较高收益、波动率却较高的产品感兴趣。

你可能会问，直接投资实物大宗商品怎么样？它们的业绩比贵金属股票更差。1991 ~ 2014 年，分散化的商品指数的表现仅略超过现金类资产（短期国债），却承担了更高的风险。[12]

除非考虑 20 世纪 70 年代大宗商品因高通胀而带来的高收益率，否则大宗商品不太可能在多元化投资中占有一席之地。只有那些能够忍受高波动率，但收益还不如股票的投资者可以接受这种投资。一般说来，大宗商品更适合短期投资者，而不适合长期投资者。

谬论 12：住宅是好的长期投资品种

1930 ~ 2013 年，根据凯斯 – 席勒指数（Case-Shiller Index），美国住宅投资的年均收益率为 3.8%，略高于同期 3.5% 的通胀率。这意味着，扣除通货膨胀率，住宅投资基本实现盈亏平衡。这还不包括附加费用，如税收、维护费用、抵押贷款利息、保险费、过户费、不动产中介费等。考虑到这些成本，你要是能实现盈亏平衡算是幸运。[13]

20 世纪 90 年代早期，美国住宅价格进入温和的衰退通道，到 2013 年年末凯斯 – 席勒指数每年仅上涨 3.2%。房地产信托基金，即以多元化方式配置公寓、办公楼、购物中心等不同区域、不同类型的不动产为基础资产的商业地产证券，同期年均涨幅超过 10%。

你可能会认为住宅价格大部分时间趋于上涨，因此住宅是一种有价值的投资品种。凯斯 – 席勒指数的冠名人罗伯特 · 席勒，解释事实并非如此的原因如下：

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

关于拥有住宅的残酷真相：从长期看，住宅的实际增值率很难超越股市。原因在于：股票公开交易的上市公司，持续地将大部分收益投入到公司业务。随着公司业务增长，股价也随之提升，除非这家公司做出了不当决策（就像有些公司确实经营不善）。

相反，真实的住宅价格随着时间的推移会下跌，因为房屋磨损折旧，建筑装修风格也会过时，除非房屋所有人花费资金对房屋进行了维护和提升。[14]

当然，如果你在合适的时机和街区购买了住宅，如大城市、滨水区及紧俏的学区房，也可能会有例外情况。但是住宅投资可能是你购买的最大一笔单一资产，需要承担金额巨大的负债，与你恰好工作与生活的本地经济发展情况密切相关。仅靠你的住宅来养老存在巨大风险。而且事实上你也不能把你的房子花掉，除非你做反向抵押贷款。

我并不是说你不应该购买住宅，只是因为其所带来的收益不能超越平均收益率。相反，住宅能带来精神上的满足，你可以选择自己的街坊邻居及学区，并因能在自己熟悉的地方安居落户而自豪。最好把住宅看成一项能够促使你持续增加净值的资产，而不是一项让你的储蓄获得复利的资产。一般来说，你的主要住宅在剔除所有成本后不太可能让你挣大钱，而把你全部自有资金投入到单一的、带杠杆的资产，会有潜在的风险。你可以通过住宅来积累财富，但如果认为住宅是个人资产负债中的唯一资产，就太冒险了。

谬论 13：投资股市就像在赌场赌博

“股市被操纵。投资股市像在赌场掷骰子。我还是去买彩票吧。”2007 ~ 2009 年的股市崩盘后，这是很多人对投资股市的感受。事实上，控制我们的是自己的情绪，而不是市场。虽然 2007 ~ 2009 年的大衰退，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

对很多人是经济和财务崩塌的异乎寻常的痛苦时期，作为投资者你必须对此有心理预期，即在你的一生中总会遭遇几次揪心痛苦的市场境况。哈里·杜鲁门曾说过："世界上唯一的新鲜事就是你不知道的历史。"把"世界"换成"金融"，就能解释大部分股市投资者在恐慌期间的反应。知晓金融史，不仅能提供必要的知识，让你在市场下行期间保持冷静，而且有助于接受市场总是在周期运转的事实。是的，市场可能像过山车，但市场仍然在发展。如果说投资者在 2008 年金融危机中学到什么的话，那就是他们高估了自己的风险容忍度。

作为投资者，你绝不应该对市场在上涨或下跌两个方向上走得有多远而惊讶。市场上涨和下跌的理由总是各有不同，但盈利和亏损的幅度绝不应让你惊慌失措。原因很简单，是人们的行为控制股市，而那些人有时会在相同时段共同做出不理性的决定。熊市和牛市引发的情绪很少改变：紧张、兴奋、恐惧、高兴、迷茫、困惑、失措、沮丧、愤怒、嫉妒、快乐，当然还有恐惧和贪婪。

大多数投资书籍会展示一张股市长期走势图，证明在非常长的时期内股票投资会有多成功，正如图 4-2 所示。别的不说，这张图显示了在过去约 100 年间人类发明和创新能力的影响力。它并没有告诉我们市场将会怎么走，而是告诉我们市场之前怎么走。它也没有提及税收、费用或交易成本，因此我们姑且相信它的价值。但为了反证股市就像是赌场肮脏的老板这个臆断，我一直对图 4-3 更感兴趣，这个图展示了标普 500 指数分红的历史增长情况。股票分红就是实际分配给股票持有人的现金。它是实实在在的、触手可及的资金。赌场不会分红派息。你不能就支付的现金做假。事实上，股票分红很少像股市一样上涨下跌。1929 年 9 月至 1932 年 6 月期间，用通胀调整后的标普指数衡量的股市下跌了 81%，但在这期间经通胀调整后的分红仅下跌 11%。从 1973 年 1 月至 1974 年 12 月，股市下跌了 54%，而实际分红只下降了 6%。[15]

股市的长期上涨完全是由组成股市的企业的长期分红增加和利润增

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

长的结果。投资者愿意为那些利润和分红支付的成本一直在改变。大部分的股市波动与投机有关，而大多数投机又与投资者总是根据最近的市场走势来预测不确定的未来的事实有关。这并不意味着情况不利于个人投资者，只是不利于那些不能控制自己情绪的个人投资者。



图 4-2 1900 ~ 2014 年的标普 500 指数走势

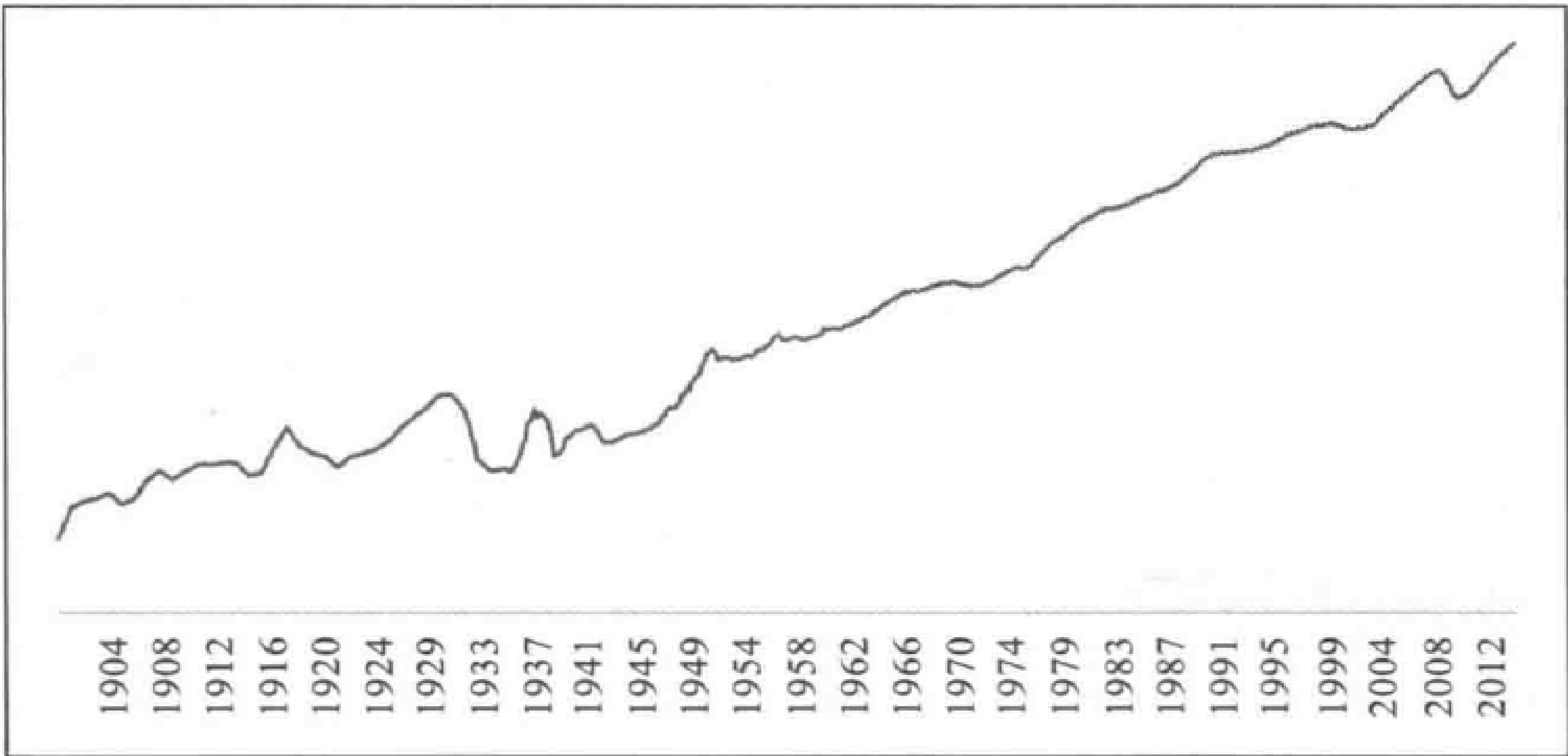


图 4-3 1900 ~ 2014 年标普指数成分股的分红情况

本章要点

- 从短期到中期来看，历史数据充满了注意事项、与直觉相反的结果和没有简单的答案。从长期来看，市场走势的持续性更强。但当短

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

期直觉占上风时，就要求长期投资者保持高度的耐心和纪律。

- 长期平均市场业绩是由不同于平均水平的众多时段产生。对经历波动的业绩、沮丧时期、波动性和时不时的市场崩盘，要有计划。
- 在识别和管理风险时，了解金融市场史很有用，但它绝不会告诉你，如何在最佳的时间做出最佳的投资举动。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第5章
Chapter5
明确投资理念

> 投资理念实际上与性格相关，而与天生的智商关系不大。事实上，好的性格总是胜过高的智商。
>
> ——麦克尔·莫布森

2008年12月，在银行体系濒临崩溃、雷曼兄弟宣布破产之后，全球金融市场持续暴跌，此时发生了另一件冲击投资界集体信任度的事件。伯尼·麦道夫（Bernie Madoff）向顾客许诺虚假收益，规模达650亿美元的史上最大庞氏骗局，经过多年的谎言与欺骗，终于揭开真相。

当月，斯蒂芬·格林斯潘（Stephen Greenspan）博士出版了一本新书，书名叫《骗术编年史：我们为何受骗及如何避免受骗》（*Annals of Gullibility: Why We Get Duped and How to Avoid it*），此书聚焦于分析人类能力或能力的缺乏。格林斯潘重点分析人类的受骗与愚蠢。受骗指当我们的大脑失灵时，很容易被引导做某些与我们的理性判断相悖的事。更为夸张的是，格林斯潘也投资了麦道夫的基金！这个写了人类受骗史的人，自己居然受骗陷入史上最大的庞氏骗局。格林斯潘出于善意，在《华尔街日报》专栏中解释事情的缘由，并分享了他从这次受骗经历中获得的教训：

> 在我自己的案例中，决定投资黑麦基金（一种投资于麦道夫基金的联接基金）暴露出我对金融业务的真正无知和不愿纠正这种无知的懒惰心态。为弥补金融知识的缺乏和学习金融业

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

务的懈怠，我想出启发式方法（或精神速记法），即找到拥有更深厚金融知识的投资顾问，并相信他所做的判断和推荐。这种启发式方法在过去确实一直起作用，而且我毫不怀疑在这次事件中也会一样管用。

我曾对这种方式深信不疑，以至于当一个持有怀疑态度（而且精通金融）的朋友返回科罗拉多，警告我不要投资时，我竟然以下意识的冷嘲热讽态度，忽视了他的警告。[1]

麦道夫骗局中的诱人之处，在于他从不向投资者承诺离谱的高收益。在 18 年期间，麦道夫声称给投资者每年提供 10.6% 的收益，几乎相当于股市的历史收益率。但是，每年的波动率低于 2.5%，仅为股市波动率的一小部分，或相当于债市的波动率。[2] 投资者还能怎么样呢？如果你能获得股市那么高的收益率但风险小于股市，这样的机会确实难以拒绝。投资者乐于**相信**这有可能实现。他们不想承担风险，又想挣取高收益。18 年期间，有很多警示信号应该引起投资者和那些对麦道夫骗局实施尽职调查的人的关注。投资者只要分析投资业绩和波动率数据，就应该意识到事情有些不对劲。

麦道夫案件中最大的问题之一，是我们本能地信任处于权威地位的某些人士。当这些人为你做决策时，你就很容易不愿动脑子。有一个有趣的故事，说的是一名医生给一名患了中耳炎的病人开了滴耳液，要求滴于病人的右耳。众所周知医生书写潦草，常使用缩写符号。在这个病例中，医生没有在处方笺上完整地写下 right ear（右耳），而是简写成 R ear（臀部）。值班护士收到医生的处方后，想当然把滴耳液滴于病人的肛门。她知道病人得的是中耳炎，却把滴耳液滴于病人的屁股，这对病人毫无意义，但她绝不会怀疑得到的指令，因为这是医生做出的指令。病人也没有觉得不对劲。没有人质疑被误解的处方，因为处方是由权威人士开出的。[3]

缺乏深思熟虑的投资理念的投资者，很可能会投资庞氏骗局，或把滴耳液滴在屁股上。因为不清楚自己的投资理念，实施投资组合策略将

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

毫无用处。在做投资组合决策时，投资理念就是指导你的投资行为的一整套原则。它是你的核心理念。

貌似差别不大，但在实施投资组合策略之前，必须要明确投资理念。虽然听权威人士的只言片语，或选择排名前10位的投资策略，比制定一套概述你的投资理念的投资原则更为容易，但是投资理念确实非常重要。因为它将决定你的投资计划，并统领投资领域的一切事务。

需要理解的第一要点是：没有所谓的完美投资组合、傻瓜投资方式、最佳的资产配置、最合适的风险水平或最佳买卖时机。放弃所有希望在金融市场上找到最佳运转模式的想法。没有一成不变的关系或规则会永远管用。完美的投资策略只存在于营销宣传中。你自己独特的情况和人格类型决定你的投资理念。没有哪种投资风格适用于所有人。

投资理念决定投资策略，而投资策略决定投资组合的建构。如果没有恰当的投资程序让你遵循每一个投资步骤，投资理念、投资策略和组合建构都将毫无价值。如果不理解你的投资理念，一旦你看到股市或组合有麻烦，你就会抛售出局。在市场调整或暴跌期间，投资理念将会经历真正的考验。将会滋生怀疑心态。改变投资程序的诱惑将不知不觉潜入你的内心。明确自己的投资者类型，有助于缓解这种问题。

主动和被动管理的程度

很多投资者试图将自己定位为既有主动也有被动投资理念的投资者。主动型基金试图通过优选证券或行业，配置不同的风险因子权重（承担与市场指数不同的风险）或通过择时投资来跑赢市场。被动型基金常常指模拟特定市场、费用较低的指数基金和ETF。目前市场上有成百上千的各种各样的指数基金或ETF可供投资者选择，这些基金买卖非常容易，取决于投资者如何使用它们，你几乎不能称之为被动投资。每类资产都有对应的指数，很多此类策略在某种程度上是主动管理，因为这些

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

策略不同于整体市场。追求不同于市场的表现并没有错，但有必要理解这些差异。被动和主动，这些词语基本只是营销用语。这两种投资管理方法之间的界限正日益模糊，随着行业的发展，ETF 不断吞噬当前价格过高、炒作过度的主动型共同基金的领地，并提升市场份额，未来这种分类将越来越不重要。

为了厘清分析思路，列出如下 5 个层次的主动和被动型投资产品。

（1）**全市场指数基金**。经典的 3 只基金由先锋资产（或其他低成本指数基金提供商）提供：全美股票指数基金、全球股市指数基金和全美债券指数基金。这 3 只基金高度分散化，包括近 18 000 只证券，涉及范围广泛的行业、地域和公司。如果你确实想要覆盖所有基础资产，这些基金可以最大限度地满足你的要求。无论怎样，它们的成本非常低，能给你提供更广阔市场的投资收益。与只投资于这 3 种基金相比，投资者可能干得非常糟糕。通过承担更多的风险，有很多方法可以改善各类针对整体市场的基金，但是有更多的投资方法，比这些低成本指数基金的表现更差，而不是更好。

（2）**细分资产的指数基金**。在整体市场中，包含市值低于 20 亿美元的小市值股票，市值在 20 亿～100 亿美元的中等市值股票以及包括不同资产类别、国家、地区、行业或交易结构的诸多其他基金。你可以通过很多方式，切分整体市场，投资你看中的特定市场。对于各类细分资产，既有主动型也有指数型基金可供选择。

（3）**主动型指数化**。这可能是最糟糕的主动管理模式，投资于主动型指数化的投资者得到低于大盘但紧盯市场的收益率，却要支付比指数化基金高很多的费用。这是个双输的生意。在金融行业中，职业风险可能导致丢饭碗，因此持保守态度，紧跟市场基准，通常是保住基金经理职位的靠谱方法。正如约翰·梅纳德·凯恩斯曾经说过："对于我们的名声来说，遵循传统惯例而失败好过违背传统惯例而成功。"这句话总结了主动型指数化的运作规则。我相信，我们在主动型 ETF 领域看到的创

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

新，将会逐渐淘汰这类基金，但是需要一些时间。当不明真相的投资者仍在支付费用投资于这种不必要的高费率基金时，华尔街可不愿意如此轻易地放弃赚钱机会，但我相信市场已发生变化。

（4）**主动型投资组合经理**。这类投资策略试图与整体市场不一样。投资组合经理不过多操心行业权重或基准。他们只是追求通过任何可能的方法，寻找优势股票来超越市场。主动型基金给投资者提供了超越市场的机会，但投资者也有义务承担更高的费用。当你投资主动型基金时，要确保你知晓投资了哪些东西，并对基金走势的周期性有正确的认知。

（5）**风险因子、聪明贝塔或量化投资**。上市公司可以分为价值型、成长型、品质型、分红型、价格波动型以及将股票纳入指数的不同方式。这些基金或策略寻求聚焦于投资一种或多项可辨识的风险因子（我们将在本书后面章节更深入地分析聪明贝塔和价值投资策略）。这是一个缓慢的过程，但投资者最终可以通过复合化的 ETF，实施成本更实惠的主动型投资策略。这需要一些时间，但我相信在本书之前提到的座谈会上所谈到的基金经理的观点，即 ETF 将会证明其正确性并统领投资业。随着投资透明度和有价值的投资选项增加，而费用持续降低时，这对投资者非常有利。

大多数因子投资策略和聪明贝塔基金采用量化管理方式，意味着这些基金本质上基于规则或系统化管理。最有可能，这意味着做投资决策时没有人工干预，把人的情绪因素从投资程序中剔除。纯量化策略的最大好处在于，它是一个系统化的可重复的策略。无须担心基金经理在市场中迷失自我，或因成功而自满。没有自负，也没有过度自信或者风格脱离既定策略。预先做出好的投资决策，从而避免事后的糟糕决策。

这种策略假定执行策略的基金经理要摒弃自己的行事方式，不能只因市场没有按他们预想的那样发展而修改规则。对于所有投资者（包括量化和非量化），仅因为某件事情没有起作用，就倾向于改变。虽然毫无理由延续僵化顽固的作风，但你必须预料到，市场总会出现不按你的预

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

想发展的情况。提前为此做好计划，在选择任何策略时，不论是量化还是非量化，都要确保你真正理解：过程比结果更为重要。

由于诸多被动和主动策略相互交叉重叠，有必要厘清哪些策略对你的投资组合有益，并能为你充分利用。通常情况下，当你要选择一家靠谱的基金时，无论它是指数基金、因子偏移或主动管理型基金中的哪一种，你应当注意以下 5 个方面。

（1）成本较低。

（2）遵守投资纪律和过程可重复的规则。

（3）基于事实依据而不是投资风潮。

（4）应透明化运作，你能够确切地知道基金投了什么。

（5）具有流动性，你不会被迫持有一些难以脱手的东西。

在经典投资书籍《投资策略实战分析》（*What Works on Wall Street*）[⊖]中，作者兼量化投资者詹姆斯 P. 奥肖内西（James P. O'Shaughnessy）引用了一项研究成果，该研究回顾了 45 项比较人类和数学模型预测能力的不同研究。当比较预测结果时，研究者发现人类每次都输了。事实确实如此，即使他们事先了解这些模型。奥肖内西解释说："模型战胜专家的原因在于，模型持续地遵循和运用相同的标准，模型从不会左右摇摆，它们始终如一。模型从不感情用事，绝不会和配偶吵架，不会在街上喝酒游荡，也不会感觉枯燥乏味。它们不会认为生动有趣的故事比海量的统计数据更好。它们绝不会把任何事情私人化。它们没有自尊心。它们不想证明任何东西。"[4]

丹尼尔·卡尼曼（Daniel Kahneman）在对该主题的研究中发现了类似的结果。一次又一次，卡尼曼在研究中发现，简单的统计规则优于直觉判断。很多投资者很难承认这一点。根据卡尼曼的观点，问题在于投资者更自然地跟着直觉走。这样比违背直觉行事感觉更好，但当你做投资决策时，大多数时候确实应该逆直觉而行事。卡尼曼对系统化决策程

⊖ 此书中文版已由机械工业出版社出版。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

序更具有优越性给出的理由之一是，聪明人免不了行为偏差。即使聪明人也需要系统性地消除非理性冲动，因为聪明并不意味着理性。[5]

指数基金没有什么特别。它的特征有：系统化管理、遵守投资纪律、偶尔再平衡、透明度高、换手率低、低成本、容易维护等。这也是指数基金很难被那些业绩辉煌的基金经理所超越的原因之一。你很清楚投了什么东西。主动管理型基金也能做到以上所有这些，虽然它们不能真正与指数基金的成本结构相比。与其操心基金是主动管理还是被动管理，还不如多思考基金是否采用有纪律的策略。

而且，事实上根本没有所谓的被动投资方式。指数化投资并不意味着不会主动管理，就像投资主动型基金并不意味着你就不能被动投资。即使那些几乎不对组合做任何改变，并完全让组合自动运行的投资者，也必须事先做一些决策。这些决策有资产配置目标、基金类型、资产所在地（避税或不避税）、再平衡时间间隔等。不做任何决策的行为，实际上也是一种决策。

未来，建构简单的投资组合的成本将会极低，但因竞争和规模的共同影响，因子偏移策略将会比以往更便宜。聪明贝塔 ETF 已经开始将一种系统化主动投资模式加入此类投资流程。但低成本和交易便利不会防止投资者犯错误。当组合或交易的成本变得可以忽略不计时，投资者更容易做出改变。当成本最小化时，情绪成为核心因素。投资行为总比交易成本重要，但只有在成本降低时，行为的重要性才会放大。对投资者而言，知道投资了什么和为何投资，才是第一要务。

无为的好处

> 近乎懒惰的无为，应当是投资风格的基石。
>
> ——沃伦·巴菲特

先锋资产管理的创始人约翰·博格曾经说过："别总是闲不住。就

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

待着吧！”对大多数人来说，这说起来容易做起来难。如果投资者不做点事，会感觉无聊，因此他们让自己忙忙碌碌。总会有新的热点投资想法吸引你的关注。或者你有一种投资模型，但是目前并不管用，你的第一反应就是做点改变。这样你就会觉得自己做了有价值的事。但问题是持续忙碌，可能正好是懒惰的一种形式。为了忙碌而忙碌，掩盖了事实的真相，即很难做出非常重要但不那么容易的决策。因此，细枝末节吸引了你大部分的注意力，即使它对你的投资组合的结果影响不大。这使得复杂的建议感觉更好，因为对资产组合做出不必要的改变，会给你掌控局面的错觉。保持忙碌是放弃对于未来几十年很重要的长期投资过程的很好借口。

很多投资者失败的原因之一，在于他们想当然地认为，在所有情况下都应该做点事或做任何事。管理数万亿美元资产的基金行业巨擘富达投资，进行了一项研究，试图发现它们的哪一个账户表现最好。它们试图确定表现最好的投资者的特征和属性。研究的结论非常有趣。它们发现，被账户所有人完全遗忘的投资账户，最终的投资业绩最好。他们没有时间调整。他们不会买进卖出。他们只是忘记了投资账户的存在，因此没有对投资组合做任何变动。[6]

当先锋资产将退休投资者的业绩与其最初资产组合一致的参考基准进行比较时，发现了类似的结果。什么都没有做的投资者的业绩与基准业绩更为接近，而那些操作过于频繁，基于市场变化积极管理资产组合的人，业绩表现更为糟糕。没有任何改变的投资者，比频繁变动的投资者的年均收益率高出 0.7 个百分点。[7] 0.7 个百分点看起来不多，但累积的历史股市收益率平均高达 8%。

在问题的另一方面看，还有一项研究分析了近 70 000 个家庭的交易行为。研究发现，交易行为最为活跃的 20% 的投资者，仅获得了超过 7% 的平均收益率，低于研究中全部家庭的平均收益率。在其他国家也开展了同样的研究，结果显示研究结论在不同的市场出奇的一致。[8] 简单来

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

说，你越是频繁交易，因交易成本增加和糟糕的择时决策相叠加，导致投资失败的可能性就越高。

试图频繁变动你的投资组合，可能还会导致其他副作用。一组研究者对全球各地的年金基金做了一项深入的研究，发现了一些有趣的结果。在整体投资组合中，通过诸多不同的主动和被动策略，让组合实现分散化配置，却总不能达到基金预设的目标和基准。由于在投资组合中有太多不同的因素起作用，不到 20% 的人认为他们对基金承受的各种各样的风险暴露有信心。投资组合中有如此多的风险因素交织作用，彼此相互抵消，最终导致基金承担中性风险或整体市场风险。付出种种努力想建构分散化的投资组合，最终资产组合的表现却与整体市场类似，但花费了高很多的成本。我们称之为过度分散化，带来的就是不必要的复杂性和更高的管理成本。[9]

大多数时候，无为的艺术并不意味着你只是建立投资组合并忘记它。这显然不是问题的关键，因为可能导致意想不到的后果。你不能完全回避或忽略，因为在这期间环境会发生变化。你不得不存更多钱。为实现某些目标，你必须从组合中提款花掉一些积蓄。这会造成资产配置变化并要考虑税收影响。你要确保对投资组合的任何行动都有理由。根据情况变化采取行动。将你自己和非理性决策隔离。在你变更投资组合之前，确保你能获得足够高的回报。在做出重大金融决策前，要有一套决策制衡机制。大多数时候答案将会是：什么都不做。

磨炼你的意志力

建立系统化的、基于规则的、大多数时候什么都不做的投资程序的好处之一是，你不会耗尽你有限的意志力。自控力就像人的肌肉，你用得越多，决策疲劳就越多。人类大脑就那么点时间处于巅峰状态。想一想每天要处理的事情就够多了，工作、孩子、收发邮件、打扫房屋、管

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

好所有生活中的琐事，然而这些琐事都很重要。这些任务的每一个都要消耗一些意志力，叠加在一起，人的精力就耗尽了。

把一组研究对象同时带进一个房间，要求一部分人记住一些两位数字。这并不是脑外科手术。要求另一部分人记住 7 位数。这仍然不是脑外科手术，但也不如在公园里散步那么悠闲。然后他们被请进另一间放有很多食物的房间，里面有巧克力蛋糕和水果沙拉，这些人必须在这两种食物中选择。研究者发现，要记七位数的人更难抵制蛋糕的诱惑，而记两位数的人则根本没有问题。对于那些竭尽全力去记数字的人，更难有足够的意志力来抵制巧克力的美味。他们的毅力已经因另一项任务消耗了，因此他们面对巧克力时更容易缴械投降。[10]

另一项研究表明，当人们很容易看到和拿到巧克力时，与人们必须得走一小段距离才能拿到巧克力相比，前一种情形下吃巧克力的人比后者多近 3 倍。你也必须在你自己和做出投资决策之间创造一些距离，使得你不那么容易就能做出投资决策。[11] 一些投资者老是紧盯他的持仓市值。股市在短期内完全随机变动，老盯着股票市值不放会让你采取一些不必要的行为。即使没有做任何投资决策，老看你的股票市值也会消耗重要的意志力，难以抗拒因市场波动和投资组合市值的变化而采取行动的诱惑。

决策疲劳的问题在于，它不像身体的疲劳，你不能清醒地注意到这何时会发生。当你整天做决策的数量增加时，事情最终像滚雪球一般越来越多，直到你的大脑很难再以最快速度运转。这样做的副作用是导致思维捷径。这类捷径可能导致两种非理性行为：做出冲动的决定和逃避做出困难的决定。

冲动的决定基于缺乏深思熟虑的直觉。在这种情况下，几乎不可能去关注行为的潜在后果。短期内感觉挺好，但长期看问题会更复杂，情况变得更糟糕。克服这种类型的懒惰，仅有好的意愿还不够。你必须系统地根除自己的不良行为。[12]

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

人们常常这样想，更多的选择会让人们做出更好的决策。从直觉上说，这确实有道理，但我们大脑的运行却与直觉相反，因此更多选择常常导致人们脑袋短路而什么都不愿做。研究者分析了一系列不同风格的401（k）退休计划，并按计划参与人可选择的基金数量进行分类。那种包含丰富基金选择权的退休计划，给计划参与人带来最大程度的不确定性。事实上，某项退休计划提供的基金选择越多，人们参与该项401（k）计划的可能性越低。因此，选择太多不仅造成很难做出投资决策，而且选择过多会极大地阻碍人们为退休开始储蓄。这种感觉糟透了。[13]

紊乱的投资理念，最终可能导致可怜的结果。这个道理显而易见，但如果不能遵守纪律、缺乏耐心去遵循投资理念，即使有好的投资理念也没有用。了解自己的局限性，包括你必须将毅力、时间和能量投入投资策略，应当是你选择实施某项投资理念的重要决定性因素。

简以至纯

小野二郎可以说是世界上最棒的寿司大师。他的寿司店“数寄屋桥次郎”，荣获米其林美食指南三星评鉴，这可是全球餐饮业的最高荣誉。米其林三星评鉴意味着这是值得花一辈子排队等待尝试的美味。关于小野二郎的寿司，最让人惊讶之处在于它的简单。日本最著名的美食家称其为难解之谜：“如此简单的食材怎么能做得如此美味?”小野二郎的寿司如此知名的秘密何在? 他的儿子小野祯一说：“我们做寿司没有什么重要秘诀，我们只是努力做好每件事，每天不断地重复做同样的事。”小野二郎自己说：“至简才能至纯。”[14]

很显然，做出世界上最美味的寿司绝不仅仅是简单二字。但这说明获得成功并不需要深奥的复杂性。即使对于那些擅长某一领域的人来说，简单的好处在于帮助你脚踏实地做事。这对于各行各业的人来说，都是

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

很好的经验。大部分公司管理层中的高薪人士，认为自己成就很高。可问题在于，这些高层人士的权力和职责，可能会导致他们在生活的其他领域过于自信。一份针对这一群体投资业绩的研究表明，由于他们所处的管理层级和收入状态，让他们表现得过于自信，体现在投资组合上就是交易频繁。可以预见，他们的投资账户收益会低于平均收益。[15] 聪明人士很难意识到他在某一领域的成功，并不意味着在投资领域也能成功。事实上，成功人士更有可能因为太聪明和自信而导致投资失误。只有那些深知自己局限性的人，才能在股市获得持续成功。

过于相信自己的能力可能会造成问题的原因在于，总是感觉自己已掌握的信息远比自己不知道的信息更为重要。人类的本能让人需要前瞻性和控制欲。一旦投资者觉得他们对市场有把握和确定性，并认为自己已经准确理解市场如何运转时，麻烦就会接踵而至。这种预见性的感觉会造成市场恐慌，因为当投资者盲目乐观时，市场会由稳定转为不稳定。此时风险管理已被抛之脑后。一旦掌控一切的幻觉消失，安全感随之消散，人们意识到皇帝并没有穿衣服，恐慌随之来临。不确定性的感觉重新出现，虽然不确定实际上一直存在。当人们感觉他们有把握时，愿意承担更多的风险，随后不确定性就来了。此时的他们低估了风险。当他们觉得没有把握时，却高估了风险。因此，投资者必须提前知晓可能带来恐惧（损失）和贪婪（盈利）的各种情况，并建立一个能够减少这些不良情绪干扰的投资体系。[16]

明确你想成为哪类投资者

明确你的投资风格并不容易。市场上有那么多的投资者类型，以至于很难明确选择哪种风格，如价值投资者、短线交易者、指数投资者、主动投资者、分散化资产配置者、买入持有及调整、趋势跟随者、策略投资者、量化 / 系统化投资、技术分析派、风险平衡策略等，不胜枚举。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

对单个投资者而言，没有对错之分。关键是哪种类型适合你。

对每个投资者而言，没有一种普遍适用的投资理念。每个人都有不同的强项和弱点。你必须找到适合你个人性格的投资理念。你不可能方枘圆凿，就像你不能要求某些事情适合你。那样只会将你的问题复杂化。

以下几个简单的问题可能会有帮助：

（1）你的核心投资理念是什么？

（2）你理解你的投资理念吗？

（3）你了解潜在的风险吗？

（4）这种投资理念适合你的性格吗？

（5）你的投资理念是否有助于你遵循投资策略？

（6）将你的投资理念转化为投资组合，需要哪些约束条件？

不管采取哪种投资策略，真正考验投资理念的时刻，总是在投资策略失灵的时候。这时你的投资理念将发挥作用。

投资者兼作家里克·费里（Rick Ferri）做了如下精辟的总结："投资理念普遍适用，投资策略因人而异，投资纪律必须遵守。投资理念就像万能胶一样把每件事情黏合起来。投资理念第一位，投资策略第二位，投资纪律第三位，这就是成功投资的关键要素。"[17] 如果你想成为一名成功的投资者，第一步就是要明确你的核心理念。没有事先明确投资理念，就着手实施资产组合配置，将毫无意义。投资理念将指导所有后续的投资组合管理决策。

本章要点

- 投资理念不同于投资组合或投资策略。核心理念应当指导未来所有投资组合的管理决策。
- 你没有必要在主动型和被动型基金中做出选择。尝试思考基金是高成本还是低成本，高换手还是低换手以及有纪律还是没有纪律。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

- 制订投资计划时，如果你能事先做好决策并自动采取理性行为，系统化的投资特别有益。
- 小即是多，无为是可以仿效的行为，将其纳入你的投资计划。
- 成功的投资理念和投资者总能在市场困难时期经受考验。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第6章
Chapter6

华尔街之道

征服你自己，而不是征服世界。

——勒内·笛卡尔

当你走进一家餐馆时，你可能认为自己能决定从菜单中点些什么。我不想扫你的兴，而事实并不是那么回事。在你进门之前，餐馆服务员就已经看穿了你。他们深知如何鼓动你点他们想要你点的东西。首先，他们尝试引导你去看一些特定的菜品，促使你选择更昂贵的或不太健康的东西。具有描述性名称的菜品卖得更好，甚至会让你觉得味道更好。哪个说法听起来更有诱惑力：鱼卵或鱼子酱？蜗牛或法国蜗牛？鱿鱼或炸鱿鱼？鸭肝或鹅肝酱？[1]给菜品起一个具有异域风味的名字会使其更畅销，因为食客实际上愿意为名字花哨的菜品支付更高的价格。通过给某些菜品的字体加粗，增加颜色或突出显示等，都能吸引食客的注意力。餐馆甚至将价格更高的菜品印刷在菜单的右上角或左下角，使食客更容易发现它们，因为食客的视线会很自然地落在这些地方。[2]

这并不是餐饮业人的某种阴谋。这只是在商言商的营销手段，他们深谙心理学。他们比你更懂得你需要什么。不幸的是，在营销技巧方面最有才华的行业就是金融业。一个优秀的销售人员比优秀的投资人员更能吸引客户。这很悲哀，但的确是事实。听起来感觉最好的产品往往是最糟糕的投资。过多的交易活动并不一定带来最好的结果，但你日常

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

接触的正是此类产品的兜售。越是需要花费更长时间解释其投资方式，越有可能是最糟糕的产品。但对不知情的投资者而言，听起来貌似更加“高大上”。

金融业的主要业务是出售复杂性。它们总是改变现有产品的包装，或终止不再可行的产品。华尔街试图以更高成本和过度复杂的鹅肝酱来诱惑你。看表6-1，每年有成百上千的共同基金成立或破产。2003 ~ 2013年，近7000只共同基金创设，同期近6200只共同基金被兼并或关闭。

表6-1　退出及进入市场的共同基金数量　　（单位：只）

年度	创设	合并	清盘
2003	499	394	286
2004	534	248	286
2005	708	337	251
2006	680	230	207
2007	726	315	221
2008	710	257	332
2009	501	362	508
2010	572	258	241
2011	654	300	213
2012	667	196	305
2013	660	169	255
总计	6 911	3 066	3 105

资料来源：Investment Company Institute.

退一步说，这不是令人满意的业绩记录。这个行业基本上就是把一堆基金往墙上扔，希望其中一些能黏在墙上，它们清楚总会有一些无法运转的基金会关闭或被兼并。同时，它们总会有新的创新方式，出售新的迎合投资者情绪和近期市场行为的基金或产品。金融业的菜单总在发生变化。

当市场看起来有希望时，华尔街创造了太多的产品推动狂热的投资，华尔街由此臭名昭著。虽然有些产品有投资价值，但你真正想知道的重

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

点却永远无法触及："我为何要投资这个东西？"资产管理公司联合研究（Research Affiliates）的共同创始人杰森·许（Jason Hsu），阐述了资产所有者和资产管理人的不同终极目标。"因此，为准确起见，我们大声且清楚地申明：投资管理业是营利性行业。因此，资产管理人和资产所有者之间存在天然冲突。"杰森·许继续说，"资产所有者希望费用低于10个基点；资产管理人更青睐'2%+20%'。资产所有者想要透明度；资产管理人则青睐暗箱操作。资产所有者想要简单化；资产管理人为了提高产品吸引力，喜欢雇用火箭科学家来创建复杂的最优解决方案。资产所有者希望找到基金经理后，'未来'的业绩会出色；资产管理人满足于过去的强劲表现，来推动日后的资产聚集。资产所有者想要获得更多阿尔法，资产管理人乐于向投资者兜售获得阿尔法的可能性，并因出售希望而收取高额费用。"[3]

尽管华尔街控制了金融产品菜单的选项，但投资者也开始警惕它们的销售技巧。作为低成本基金产品提供商的先锋公司，已经从行业暴发户成为管理资产规模达3万亿美元的行业领导者。虽然很多人认为先锋公司主要是指数基金提供商，但其管理的全部基金中有一半实际上是主动型基金。其中股票型基金的资产有超过1/4是主动管理。在过去10年间，91%的先锋公司的基金（包括主动型和指数化），能够跑赢市场同类产品的平均值。它们如此成功的原因在于保持了特别低的成本。先锋基金的平均费用率仅为0.19%，而行业平均水平是1.08%。[4]正如晨星公司的拉斯·金内尔（Russ Kinnel）在一份关于共同基金费用的研究报告中写的："在共同基金的世界里，如果有什么你值得信赖的事情，那就是费用率可以帮助你做出更好的决策。"晨星公司发现，在它们分析的每一个时间段，在所有其他条件相同的情况下，低成本基金均跑赢了高成本基金。在每个时间段的每项单独资产类别中，成本最低的1/5基金比成本最高的1/5基金创造了更高的总收益率。[5]

退一步说，主动型基金的想象空间较大。在任何一年，只有约60%

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的共同基金跑赢了业绩基准。但对投资者而言，这个时间段太短，无须为这个业绩数据烦恼。特定年度任何事情都可能发生。不能只用一年的业绩表现来判断一个投资者，因为在这么短的时期内，市场运行过于随机。问题是一旦你延长时间跨度，跑赢基准会变得更难。在10年的时间跨度内，跑不赢基准的投资经理的比例跃升至70%。如果把时间延长至20年会怎么样呢？跑不赢基准的投资经理的比例更高，达到80%。最麻烦的是，表现不佳的基金最终的亏损幅度，比跑赢的基金的盈利幅度大很多。[6]

大部分主动型基金很难持续跑赢市场，这实际上有内在原因。并不是像某些人要你相信的，向报纸扔飞镖的猴子在选股方面比一个主动型投资经理做得更好。以最简单的专业术语解释，在剔除费用之前，所有投资者中有一半能跑赢市场，而另一半则表现不佳。一旦考虑税收、费用和交易成本，投资者难以跑赢严守投资纪律的、运营成本最小化的指数基金，就能说得通了。

然而，投资者确实比以前更聪明，更见多识广。要想跑赢市场的竞争更加激烈，生存空间进一步压缩。现在要想完全靠技术脱颖而出更加困难。每天都有成千上万的博士、工商管理硕士和特许金融分析师在市场上和你抢饭吃。这就是投资者及作家迈克尔·莫布森（Michael Mauboussin）讲的“技能悖论”。技能悖论表明：在一个给定的任务中随着技能的提高，业绩表现的变异性压缩，意味着结果的范围变窄，运气在决定赢家和输家时更为重要。而且投资者不是更蠢，而是越来越聪明。莫布森的看法是：“不是投资经理变笨了。而是恰恰相反。基金经理的平均水平比以往更为熟练。技能悖论认为某项活动的结果如果同时与技术和运气相关，当技能提升后，运气就会变得更为重要。”他继续说，“说投资经理的短期投资结果主要靠运气，与说他们都是靠运气，是有区别的。研究显示，最积极主动的基金经理创造的总收益确实高于基准，但那些超出的收益被费用所抵消，最终给投资者带来的净收益却低于基准。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

不是投资者缺少技术，而是技能悖论起作用：随着时间推移，投资者变得更加老练，信息传播更便宜更快捷，技能的差距缩小，而运气变得更为重要。”[7]

对于在运气与技能分布图中倾向于运气的任务，解决之道是实施某个投资程序来引导你的行动。莫布森接着说：“对于倾向于运气决定的活动，一项好的投资程序是获得长期成功的最靠谱的路径。”在短期内，运气在金融市场上起更多的作用。因此如果你一直玩短线，那你注定错误。

穿针引线

现在我们列举一些数字和客观确凿的数据，来阐释如此之多的主动型基金难以超越简单的指数基金的原因。让我们利用历史证据来解释这一情况，看看这对投资者意味着什么。

专题 1：战胜市场很难

大多数最主动的基金经理没有跑赢基准的原因有很多。大多是因为：费用过高，过度交易，避税效果差，持有现金头寸的拖累及选错投资时机。负责标准普尔 500 指数编制的研究公司标准普尔，费心每半年编制一份全面的研究报告，深度分析主动型基金相对于指数基准的表现情况。在表 6-2 中，你能看到在过去 1 年、3 年和 5 年期间，大多数主动型基金未能跟上它们选定的投资基准。[8]

表 6-2 未能跑赢基准的主动型基金的比例（截至 2014 年 6 月 30 日）(%)

基金类型	1 年	3 年	5 年
全部美国股票基金	60.2	85.9	73.6
大市值股票基金	59.4	83.4	89.9
小市值股票基金	72.1	87.6	90.6
国际股票基金	70.0	75.6	74.2

资料来源：Standard & Poor's.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在更长时间范围内，结果会更加糟糕。想想吧，1970 年可供投资者选择的美国股票型基金超过 350 只。经过 45 年到 2014 年，这些基金中只有约 100 只存活下来。其余基金要么关闭，要么清算。基金公司不会关闭成功的基金，因此这些基金大部分的表现都很差劲。最终，只有 45 只基金在整个期间存活并跑赢市场。这 45 只基金中，只有 3 只基金跑赢市场超过 2 个百分点。这意味着长期业绩数据表现非凡的基金占 1970 年全部基金的比率不到 1%。这个概率很低。虽然这是一个相当长的时间区间，但对刚刚开始职业生涯，距离退休还有 45 年的人来说，这个考察期没有问题。

专题 2：选股很难

罗素 3000 指数覆盖了美国最大的 3000 家公司，占美国可投资股票市值约 98%。罗素 3000 指数之外的股票极其缺乏流动性。JP 摩根资产管理公司对该指数从 1980 年以来的走势开展了一项长期研究。以下是它们的一些研究成果。

（1）从指数建立日起，中型股票的超额收益，落后于罗素 3000 指数达 54 个百分点。

（2）从这些股票加入指数时开始，全部股票中有 2/3 的股票没有跑赢罗素 3000 指数。

（3）全部股票中有 40% 的股票录得了负的绝对收益，从股价峰值下跌幅度超过 70%。

（4）指数中的绝对赢家是个位数，这意味着数量非常少的股票占了指数的大部分权重，而其他股票普遍表现不佳。

这些结果表明，非常少的赢家榜单和非常多的输家名单，共同构成股票市场的长期历史投资业绩。摩根大通还列举了一些单个公司面临的特殊风险：商品价格、政府政策、外国竞争、汇率、知识产权侵权、贸易政策、科技创新、产业整合等，这个清单不胜枚举。总之，选股很难，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

不能仅将其当作业余爱好。你选中能跑赢指数的股票的概率很小，而选中表现差劲的股票的概率却相当大。[9]

专题 3：共同基金的坟场

我们刚刚阐明，在较长时期内，共同基金和公司要想存活下来很困难。但即使在较短时间内，共同基金也经常关闭。先锋公司的一份研究发现，在 15 年间，最初看到的 1540 只共同基金中，只有 55% 在整个 15 年期间存活下来，剩下约 700 只运作不成功的基金或关闭，或由其他基金兼并。正如上面的研究所示，在长期内基金经理要活下来还要跑赢市场，是相当艰巨的任务。在这项研究中，最初的 1540 只基金中，只有 18%，即约 275 只基金，在整个期间存活下来且跑赢了基准。[10] 在另一项独立研究中，先锋基金创始人约翰·博格发现，在 20 世纪 90 年代股市繁荣时期成立的所有共同基金中，几乎有一半最终失败，2000 ~ 2004 年，随着网络科技泡沫的破灭，有 1000 只基金运作失败。[11]

专题 4：选中一只主动型基金是否很难

里克·费里和亚力克斯·本基（Alex Benke）实施了一项研究，跨越 16 年分析先锋的 3 只基金组合，这 3 只基金组合分别是美国股票、外国股票和美国债券的全市场指数基金。在表 6-3 中，你能看到这些广泛分散化的全市场指数基金，在各自所属的资产类别中击败了大部分主动型基金。

表 6-3 1997 ~ 2012 年指数基金的胜率 (%)

基金种类	指数基金的胜率	落后的中值	获胜的中值
美国股票（VTSMX）	77.10	-2.01	0.97
外国股票（VGTSX）	62.50	-1.75	1.34
美国债券（VBMFX）	91.50	-0.99	0.23
40/20/20 组合	79.90	-1.56	0.74
情景分析	82.90	-1.25	0.52

资料来源：Ferri and Benke.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

不过，在表 6-3 的最后一行。除了对这 3 种主要资产类别的每只单独的基金的表现进行测试，他们还比较了投资这 3 只基金的一个投资组合的业绩。这个投资组合包括 40% 的美国股票、20% 的国际股票和 40% 的美国债券，或是一个传统的 60/40 的股票 / 债券投资组合，你能看到这个投资组合比它的同伴们表现得都要优秀。接下来费里和本基模拟分析了 5000 次随机选择与 40/20/40 指数基金资产组合相同权重的主动型共同基金。结果令人印象深刻，让每个研究者感觉很惊讶。当他们开始模拟时，这个指数基金组合击败主动型基金投资组合的概率近 83%，即 4144 次。这意味着有 856 次，即仅 17% 的主动型投资组合跑赢了指数基金投资组合。[12]

选中一只能跑赢指数基金的主动型共同基金，并不容易。选中一个主动型基金的整体投资组合，要跑赢指数基金的投资组合就更加困难。

专题 5：上升空间较小，而下行风险却大得多

费里和本基也对投资于更多细分资产类别的分散化投资组合进行了研究（包括房地产信托基金、小市值股票、中市值股票、新兴市场、通货膨胀保值债券、市政债券和不同期限的债券组合）。我们看看费里和本基对共同基金的研究，见表 6-4 中的第 2 行和第 3 行。研究结果显示存在非对称收益现象。用金融术语讲，非对称收益指利用主动投资策略开展某项投资时，潜在的上涨空间超过潜在的下行空间。这项研究表明，很多主动管理型基金给投资者带来更可能是损失而不是收益，而且带来损失的幅度比收益更大。对试图选择胜出的主动型基金的投资者而言，这种情况貌似两边打脸。如果选对了，只能赢一点点，但如果选错了，就亏大了。

其他一些研究也支持费里和本基的结论，显示表现差劲的基金比胜出的基金落后 150 多个百分点。这项研究的作者推导出几个其他有价值的结论：一是把时间从 5 年延长至 15 年，指数基金跑赢的机会增加；二

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

是考虑波动性时，指数基金经风险调整后的收益也表现突出。[13]

表 6-4 2003 ~ 2012 年指数基金的胜率 (%)

资产组合	指数基金的胜率	落后的中值	获胜的中值
3 类基金	87.70	-1.47	0.54
5 类基金	87.80	-1.10	0.44
10 类基金	90.00	-0.93	0.29

资料来源：Ferri and Benke.

专题 6：持续性是一个问题

好的，你已经看到这里。让我们假设你能够选中 1 只在一段时间内跑赢市场的主动型基金。这不是不可能，只是没那么容易。但现在要说到真正的难点。即使你找到了具有完美策略、表现最好的基金，你也必须要忍受和应对可怕的突出表现的低持续性。即使最好的投资者，也不可能在每个市场周期中都有突出的表现。

你可能会问，突出表现的持续性会有多低？道琼斯公司的一个研究小组，研究了至 2010 年 3 月运营时间超过 1 年的近 2900 只主动型基金。首先，它们找到 2010 年 3 月之前的一年内表现排名前 25% 的基金。然后，它们想知道第 1 年排名前 25% 的基金中，有多少能在接下来的 4 年期间保持这种排名状态。答案是什么？请来点鼓声……悲伤的长号响起。只有少得可怜的 2 只基金，能够连续 5 年保持业绩排名在前 25%。这相当于只有 0.07% 的基金能够保持排名持续领先，而另外 99.93% 的基金不能取得持续突出的业绩。[4]

综合以上判断，看看我们在这些专题中发现了什么。战胜市场很难，因为选股很难，而随着时间推移股市大赢家总是极少数人。投资者变得越来越精明，挤压了获得突出业绩的可能性。你确实需要理解所投资基金的投资程序，确保它有足够的纪律性，以度过表现不佳的时期。共同基金倒闭的速度令人难以置信，然而总有新的基金如雨后春笋般冒出。选中一只胜出的基金很难，但选择全部基金组合又会降低你成功的概率。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

业绩表现突出的基金并不会赢得太多，而表现差劲的基金与基准相比，亏的却更多。最后，如果你确实选中了表现突出的基金，你也必须习惯持有期间表现不佳的时期，因为胜出的基金的持续性非常脆弱。

绝不投资主动型基金?

并不是说，你绝不应该投资主动管理型基金。只是大量费用高昂的主动管理型指数基金会永远消亡。但主动型基金并不都是魔鬼。事实上，在下一章，我们将研究一些投资方式，让你获得不同于更大的整体市场的业绩，提高你的收益率，或提供分散化配置的好处。本书的重点是想揭示：在股市中要找到常胜将军有多么困难。这并不意味着没有常胜将军，当然会有。重要的并不总是赢的概率，而是赢的金额的大小。归根结底是这句话：即使在没有任何保证的情况下，你能否忍受很长一段时间的表现不佳，以获得更长时间的优越表现？年复一年找到能跑赢大势的主动型基金，不是你的长项。我不是说做不到，但是投资者需要扪心自问：我能选到表现最好的主动型管理人和基金吗？风险容忍度不仅仅指能够忍受损失，而且还要忍受表现不佳带来的精神痛苦。一方面要对付你的恐惧，另一方面要应对你的贪婪。这两种情绪，对投资组合或投资计划都非常危险。投资股市，要行事有据并理性选择。

随着科技在降低投资成本方面发挥更大的作用，指数型基金和主动型基金的界限将会变得模糊。比任何事情都重要的因素是低成本、高透明度、节税、低换手率和守纪律的投资程序。这意味着要避免高成本、结构复杂、税收低效、高换手率及缺乏纪律的投资程序。你选择传统指数基金还是更主动型的 ETF 来实践上述观点，取决于你愿意接受的市场收益的跟踪误差。跟踪误差是指你的投资收益与市场整体表现的差异程度。

指数基金远不够完美。它们永远都不会是表现最好的品种。当投资

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

指数基金亏钱时，怀疑心态会潜入你的内心，就像投资主动型基金一样。你不会因为投资于指数基金获得制胜的彩票。你不可能对投资于市场组合所遭受的巨额损失无动于衷。但你知道你投的指数基金投资了什么。如果你选择投资主动型基金，要确保你知道你实际上投了些什么东西。你必须要理解投资程序，确保你和组合经理有足够的纪律性，以度过表现不佳的困难时期。

如果你愿意接受较差的结果，以博取实现较好结果的概率，那就只投资于主动型策略或因子偏移策略。此外，太多的投资者在太短的时间框架下判断业绩表现，而这毫无意义。正如持续性数据显示，即使最好的投资者也不可能跑赢每一个年份。价值基金是这种现象的最佳例证（第 7 章将会详细阐述）。每位投资者都必须确保事先就理解，他们做出的每一项投资既可能带来回报，也可能伴随（更为重要的）风险。

虽然持续性数据表明持续超越市场几乎不可能，但这并不意味着在更长的时期内不可能。但如果你是一个持续沉迷于在短期内战胜基准的投资者，那么主动型投资绝对不适合你。作为投资者最难回答的问题之一是：我是盯住一个不好的投资或策略，还是遵守纪律性坚守长期投资过程？

除了在过去几十年竞争越来越激烈，超越市场如此之难的最大原因，可能是因为大多数组合经理，要么没有必要的耐心去进行长期思考和行动，要么是他们的投资者做不到这一点（这类似于鸡和鸡蛋的问题）。学术研究和历史资料显示，很多伟大的投资家的投资生涯在较长时期内存在超越市场的策略。只是需要极度的耐心和纪律，这不是一般投资者所能拥有的素质。

最重要的事情

无论投资者决定使用哪种基金或策略，如果不能约束自己的行为，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

都将徒劳无益。实施投资组合策略时，你不仅是在管理你的投资，你还在管理你的情绪，某种程度上，你在管理你自己。你必须直面自己的弱点，并系统性地最小化你的弱点。在考虑这些弱点的基础上，建构你的投资组合。如果你不能执行你的投资计划，无论指数基金还是主动型基金，低成本还是高成本，所有这些都不重要。

晨星公司是一家向投资者提供有价值的基金数据的研究机构，发布了一套非常有用的数据，明确地表明为何投资行为是投资者需要关注的最为重要的事情。它们观察了过去 10 年每只基金的年度收益数据。如果你从第 1 天投资，并在整个 10 年期内持有基金，这是你从这项投资中挣得的收益。但是晨星也观察资产加权收益，即显示投资者投资这些基金实际挣取的平均收益。这两组数据的差异（即表 6-5 显示的行为偏差），归根结底取决于投资者行为。这实际上是某项投资的收益率和某个投资者收益率之间的差异。这种差异可以归结为是否遵守纪律。

表 6-5 行为偏差 (%)

资产类型	10 年内的基金收益率	资产加权收益率	行为偏差
美国股票	8.18	6.52	−1.66
行业股票	9.46	6.32	−3.14
平衡型	6.93	4.81	−2.12
外国股票	8.77	5.76	−3.01
应税债券	5.39	3.15	−2.24
市政债券	3.53	1.65	−1.88
另类资产	0.96	−1.15	−2.11
所有基金	7.30	4.81	−2.49

资料来源：Morningstar.

你能看到所有基金的平均偏差大约是每年 2.5%。存在差异的原因，归根结底是我们在第 2 章涉及负面认知的所有问题。投资者追逐过去的业绩表现。他们高买低卖。他们不愿袖手旁观，让复利效应随着时间的流逝而自动实现他们财富的增值。相反，他们买进又卖出，却损害了自己的利益。投资者不一定投资了差劲的基金。问题在于他们非常擅长于

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

错失市场投资时机，非常不擅长择时投资。[15]

在20世纪60年代，当美国与苏联在登上太空第一人的比赛中你追我赶时，美国宇航局全力以赴训练宇航员一个技能：不恐慌的技术。[16]如果你在压力环境下，不能控制自己的反应，那么其他任何事情都不重要。恐慌情绪是产生投资者收益中的行为偏差的一个重要原因。它可能导致主动失误。人们放弃他们的计划。他们忽视好的建议。他们忘记了时间跨度和风险特征。对他们而言重要的是未来24小时，而不是未来24年。

因为对行为心理学的开创性研究，丹尼尔·卡尼曼最终于21世纪早期获得诺贝尔奖。他在获奖演讲中提出了一个非常好的观点，解释为什么存在行为偏差及非理性的短期思维（重点语句是作者标注的）：

> 值得注意的是，仅关注“长期”可能会没有实际性的结果，**因为长期与生活脱节**。效用不可能脱离情绪，而情绪由变化引发。选择完全忽视诸如损失的痛苦和后悔犯错等情感的理论，并不只是不切实际。[17]

在获得投资收益之前，长期是唯一重要的事情，但正如卡尼曼恰如其分地指出：“长期与生活脱节。”

本章要点

- 当建构投资组合及制订投资计划时，要考虑很多重要因素，但是如果你不能控制自己的行为，这些技术性的建构模块都不重要。
- 跑赢市场比大多数人想的更难。这不是不可能，但绝不是轻而易举。耐心和可重复的投资程序，有助于增加你的成功概率。
- 华尔街从事的是获取收费的生意。它们知晓人的本性，精通如何王婆卖瓜。信任，但需要检验，如果有不能理解的问题，请向常识求助。你没有必要投资随手可得的东西。可获得并不总是有必要。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第 7 章
Chapter7
资产配置

投资者过于重视徒劳无益的选股和择时，而没有集中精力于建构明智的长期资产配置目标这一核心问题。

——大卫·史文森

维尔弗雷多·帕累托（Vilfredo Pareto）是 19 世纪后期至 20 世纪初的意大利经济学家。帕累托发现一个非常简单但非常有效的，称为“二八定律”的规则，这个规则有助于探究很多领域中最为重要的细节问题。帕累托发现，意大利 80% 的土地由 20% 的人拥有。他还发现，菜园里 80% 的豌豆产自 20% 的豆株。换句话说，80% 的结果来自 20% 的工作。从商业角度考虑，在大部分企业，80% 的销售额来自 20% 的客户。一般而言，你可以推断 80% 的产出来自 20% 的投入。[1]

二八定律在生活的很多领域发挥作用，而在投资管理领域尤为重要。以建立投资组合为例，资产配置（指你如何在各资产类别之间分配你的投资资产）即是你获得 80% 投资成果的那 20% 的投入。事实上，根据一项研究，资产配置可能贡献高达 90% 的投资业绩。罗杰·伊博森（Roger Ibbotson）和保罗·卡普兰（Paul Kaplan）对投资组合业绩的驱动因素，开展了一项深入研究。他们想知道驱动投资组合业绩的因素是资产配置，还是市场择时和主动的证券选择。他们发现投资组合长期回报的 90% 以上可以归因于资产配置。只有小部分归因于投资者的择时能力或成功选

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

择单个证券的能力。[2]

当然，我们无从知晓这个90%的数据有多精确。市场并不总是完全像他们的研究论文中所说的那样运行。但是这对个人投资者真的重要吗？正如我们在本书中看到的，专业投资者和个人投资者作为整体，很难准确把握买入和卖出决策的时机，主动型基金的业绩记录不尽如人意。某些投资者能做到这一点，但能一直做到这一点的投资者凤毛麟角。因此，我们认为大部分投资者不能真正把握这两个因素。如果你无法把控，谁还在乎这对投资收益能起多高比例的作用？从另一方面来说，资产配置确实是你需要掌控的要务。

个股的消息充斥着媒体的头条新闻。我们每天面对铺天盖地的关于私营公司获得暴利或巨额亏损的故事，有新股上市、并购重组、分析师升级和降级、财报发布、首席执行官丑闻等，不胜枚举。这些事情大多很有趣，但对你建构投资组合无关紧要。资产配置远比单个企业某一天的所作所为更重要。但对于财经媒体而言，日复一日地炒作以下头条新闻并不容易。

一些资产上涨而其他资产下跌

分散化投资保护投资者免遭某公司破产的厄运

当资产配置模型不温不火时，风险管理能发挥作用

在深入了解资产配置和分散化投资的细节之前，需要强调另一种负面认知：完美的投资组合。完美的投资组合或资产配置并不存在，往往要在事后才能检讨投资组合是否完美。你可以通过回顾历史数据，发现一个在过去发挥完美作用的投资策略，但不能期待这个策略在未来能获得同样的结果。

你的资产配置永远不可能是完美的，但要告诉你一个小秘密：其他任何人也跟你一样。你能做的只是对资产配置做微小的改进和变化。新

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的ETF一直在设立。很多会引起你的兴趣。其中一些可能对你增加持仓有意义。但不要轻易将其纳入你的投资组合。大部分时间你要像酒吧里的漂亮女孩，不断拒绝周围不怀好意男人们的搭讪，要精心选择你想要留下的电话号码。

事实上，追求完美只会导致问题。你可以去分析所有关于资产配置的研究，如蒙特卡罗模拟方法以及最优的投资组合业绩回溯测试。你会发现所有这些研究，能告诉你的只是特定的投资组合的过去表现如何。虽然这些方法对评估潜在的风险因素有用，但因此推断未来也会精确地复制过去，一旦事实并没有如计划一样发展，可能会导致过度反应。如果你的目标是建立一个完美的投资组合，那你就基本上迷失了方向，因为这只会让你失望。只存在适合你的特征的投资风格，可以满足你的需求，有较高的成功概率。真正完美的投资组合是可以让你坚守投资计划，在可能遭遇糟糕市场情况下，不会完全放弃你的投资策略的某种方法。正是投资组合，帮助你消除任何可能的行为偏差，如追捧热门基金、高买低卖以及投资不了解的产品或市场。

你用来建构投资组合的特定资产类别、基金和个股都很重要，但它们对整体投资业绩的重要性，远低于你应付困难市场环境的能力。当所有其他人迷失于市场时，坚持有纪律的投资程序，远比精确地组合资产类别或股票重要。因此，坚守你的投资计划，你就会接近完美的投资组合。

资产配置决策

虽然你在做任何重大市场投资决策之前，已深具洞察力和理解力，最终你必须建构某个投资组合。有些事情确实重要。不是每件事都可以减少错误。从资产配置角度，以下是做出这类重要决策需要考虑的7个重要问题。

（1）如何在股票、债券和其他产品中分配投资资产？

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（2）在投资组合中，我还偏好或想增加哪些资产类别或风险因素？

（3）我想让自己的投资组合与整体市场有何不同？

（4）最大限度减少后悔的投资组合是什么？

（5）根据我承担风险的意愿和能力，我的风险偏好如何？

（6）如何实施资产配置，并将其变成合理的投资组合？

（7）如何确定投资组合的资产配置权重？

首先，将某个资产类别和金融产品纳入投资组合，都要有个理由，这一点至关重要。你需要为你的每一项投资行为找到理由。市场总是在诱惑你对投资组合做出不必要的举动。当市场剧烈波动时，你似乎需要采取措施保护自己免受伤害。而当市场风平浪静时，你似乎也要搞点名堂有所作为。你对资产组合做出的任何改变，应当有助于获得较高的收益率。好的理由几乎不会以此开头，"因为我太紧张或太兴奋……"。你做出的大多数正确决策会让你难受。当你改变投资组合时，你要意识到这不是情绪化决策。假设你不是通过免税账户进行投资，你每一次的资产出售都会有税收影响。你必须考虑交易成本和做出某项举动的事后反悔，会对你带来的心理创伤。要确保对你的资产配置或投资组合做出的所有改变都遵循投资指引或投资程序。一旦鲁莽行事，你就会开始犯错。

资产配置帮助投资者平衡他们的收益需求和接受损失的能力。表7-1显示了基于历史市场回报情况及股票与债券的不同配置比例，对应的损失和收益的估计情况。如果你在几十年的时间跨度内全部投资股票，可以肯定的是，你至少会遭遇某次市场崩盘，导致你的投资组合的市值缩水一半。每个投资者在其投资生涯中，都应对此有所预见。

表7-1 资产配置的风险和收益一览表

资产配置比例（%）		30年的年均回报率（%）	30年间1万美元的增值（美元）	10月7日至3月9日的业绩（%）	10月7日至3月9日10万美元的损失（美元）
股票	债券				
100	0	11.1	238 210	–56.6	–56 600
90	10	10.6	204 825	–50.2	–50 192

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（续）

资产配置比例（%）		30年的年均回报率（%）	30年间1万美元的增值（美元）	10月7日至3月9日的业绩（%）	10月7日至3月9日10万美元的损失（美元）
股票	债券				
80	20	10.0	175 984	–43.8	–43 784
70	30	9.5	151 088	–37.4	–37 376
60	40	8.9	129 612	–31.0	–30 968
50	50	8.4	111 102	–24.6	–24 560
40	60	7.8	95 159	–18.2	–18 152
30	70	7.2	81 439	–11.7	–11 744
20	80	6.7	69 640	–5.3	–5 336
10	90	6.1	59 502	1.1	1 072
0	100	5.6	50 798	7.5	7 480

资料来源：股票市场收益率基于1928～2013年的标普500指数。债券以1928～1975年的10年期国债为计算基础。过去的数据用于分析历史风险特征，而不是预测未来收益。而且，以上收益尚未剔除费用、税收和佣金的影响。

每一项投资决策都涉及权衡取舍，因此你必须客观考虑你对待盈利和亏损的能力。填写一份风险容忍度的调查问卷，或先回顾过去市场的暴跌（与真正经历市场暴跌相比，投资者感觉更容易应对）。通过后视镜，市场看起来总是容易把握。财经作家弗雷德·施韦德曾经说过：“像所有生命中丰富的情感经历一样，把养命钱弄亏了的全部感受难以言状。”除非你经历过一次真实的市场崩溃，体验过你的资产岌岌可危，否则你在市场遭受冲击时，不可能准确地知道自己会如何反应。当你想搞清楚自己在股市上能承受多大的风险暴露时，要充分考虑你过去的经验。

为何分散化投资很重要

在电影《回到未来》的第二部中，马蒂·迈福莱的克星毕夫·泰南，穿越时空给年轻时的自己一本《格雷斯体育年鉴：完整的体育统计数据（1950～2000年）》。毕夫使用未来的信息在体育赛事上赌博，赢得了数百万美元。但是在某种程度上，这并不是赌博，因为他精确地知晓将要发生的事。[3] 如果投资者能够准确预知未来，就没有必要操心资产配置或

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

组合建构。能够预知未来之事的人，就能步毕夫之后尘，把资金投入表现最好的企业或行业。理智的投资者明白这不可能，在建构投资组合时要考虑风险和不确定性。

由于未来的你不可能穿越回来，精确地告诉现在的你未来要发生的事，所以投资者应当实施分散化投资。分散化投资是承认自己不知道未来会发生什么的最佳方式。关键就是你如何建构投资组合，为未来各种各样的可能性做好准备，承认自己并非一贯正确。有些人可能认为分散化投资是无知的表现形式，但是必须承认这是最大限度减少投资组合风险的最佳方式之一，“我只是不知道将会发生什么，我不知道年复一年哪类资产会表现最好，因此我要将资产广泛分散投资于各种各样的资产类别和风险中”。表 7-2 显示，在任何特定的年份，选择表现最佳的资产类别有多困难。数据显示，在金融市场中，某类产品的领先表现如何转瞬即逝。从某一年到下一年，表现最佳的资产基本没有规律或缘由可循。

模仿老温斯顿·丘吉尔对民主的论述，建构一个分散化的投资组合可能是最糟糕的投资方式，但一切其他投资方式除外。你总是不喜欢投资组合中的某些资产，因为它们不愠不火，没有火力全开地加速上涨。这么做太容易了。大部分投资者如果最终发现他们是正确的，他们就会花费时间弄清楚他们的投资组合将来会怎么样。明智的投资者知道他们应该为不可避免的事情做好安排，他们会问自己：如果错了我该怎么办？分散化投资就是投资程序中的“如果错了我该怎么办”的部件。

投资程序说到底就是一系列的权衡取舍。投资本身就是为了未来的消费，而推迟当前的消费。你既可以尝试最大限度地提高致富机会，也可以尽量避免因错过目标变得穷困。你必须愿意接受短暂的巨额损失，来获取长期的更高收益，或者你必须攒更多钱，去投资较低收益的产品，降低短期损失的概率。你必须能够安然入眠，但也能够维持你的退休生活水平。你不仅必须操心近期的特定开支需求，而且还要考虑未来几十年的开支需求。决策，始终是决策。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 7-2 资产配置拼图 （%）

2007	2008 年	2009 年	2010 年	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年
新兴市场 33.1	债券 7.6	新兴市场 68.9	房地产信托基金 28.3	房地产信托基金 8.5	新兴市场 19.1	小市值股票 41.0	房地产信托基金 30.1
国际股票 13.3	小市值股票 –37.6	小市值股票 41.6	小市值股票 27.2	债券 7.7	国际股票 18.8	中市值股票 33.1	大市值股票 13.7
中市值股票 12.5	中市值股票 –36.4	中市值股票 37.6	中市值股票 26.3	大市值股票 2.1	中市值股票 17.8	大市值股票 32.2	中市值股票 9.4
债券 6.7	大市值股票 –36.6	房地产信托基金 29.6	新兴市场 16.5	小市值股票 1.1	房地产信托基金 17.5	国际股票 21.4	债券 4.5
大市值股票 5.5	房地产信托基金 –37.1	国际股票 26.9	大市值股票 14.8	中市值股票 –2.1	大市值股票 15.8	房地产信托基金 2.3	小市值股票 3.0
小市值股票 1.8	国际股票 –41.0	大市值股票 25.9	国际股票 8.2	国际股票 –12.3	小市值股票 15.7	债券 –2.0	新兴市场 –3.9
房地产信托基金 –16.5	新兴市场 –48.9	债券 3.3	债券 6.4	新兴市场 –18.8	债券 3.8	新兴市场 –3.7	国际股票 –6.2

注：基金代码：EEM、VGSIX、MDY、SLY、SPY、EFA、AGG。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

实际上，投资归根结底就是最大限度地减少后悔。一些投资者后悔错过了巨额收益，其他人后悔遭遇了巨额损失。哪种后悔会让情绪更糟糕，错过未来的收益还是遭遇未来的损失？在一个布局周密的资产配置中，分散化投资是你最大限度减少这两种遗憾的最好选择。实施分散化投资，你永远不会破产，但你必须以短期后悔来代替长期后悔。分散化投资也有助于控制你的行为。你不会完全错过最丰厚的收益，同时也不会遭受巨额的损失。当然，分散化投资不能使你完全避免几天、几个月甚或是几年的糟糕投资表现。你必须能够忍耐某些时候的损失，直到自己挣到钱。但是，分散化投资确实能保护投资者，免于经历与风险伴生的很多糟糕的周期和时期。分散化投资就是尽量获取足够好的收益，虽然会错过超额收益，但也避免了糟糕的境地。著名的价值投资者霍华德·马克斯曾经说过："这是分散化投资中涉及权衡取舍的部分。你必须尽量分散化投资，让你在糟糕的时期或倒霉季节能存活下来，这样投资技能和良好的投资程序才有机会在长期发挥作用。"[4]

分散化投资的另一个原因是：你的投资期内总有可能遭遇表现糟糕，甚至是长期表现糟糕的市场境况。财经作家和投资者摩根·豪泽尔（Morgan Housel）通过分析数据力求发现：由你的出生时间决定的不同投资起点，将会如何影响退休储蓄的终值。具体来说，豪泽尔分析1871 ~ 2013年中的20年期间，如果某人每月存500美元并投资标普500指数，不同的投资起点会带来何种不同的结果。在经通货膨胀调整后的基础上，最好的20年是1980 ~ 2000年，这期间的投资最后变为约40万美元。相反，最坏的20年是1962 ~ 1982年，经通胀因素调整后的最终结余略少于6万美元，投资起点时间确实是这段时间投资表现非常不佳的罪魁祸首之一。是不是很有趣？表现最坏的时期过去后，表现最好的时期就接踵而至了。[5] 两段时期投资者都谨慎投资，但最好时期和最坏时期的投资结果却迥然不同。

豪泽尔的例子为长期分散化投资提供了另一个理由。你只是永远不

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

会知道市场将会如何发展。如果可以预知长期投资收益，就不存在任何风险了。这称为赚钱，而不是投资。你无法决定你何时出生，或者在你的投资生命周期内市场将如何表现。在投资过程中，不管是否承认或者相信，实际上运气的成分更多一些。有些人在他们最需要的时候，正好幸运地享有了特大牛市，而有些人却在最倒霉的时候，遭遇了雪上加霜的熊市。这看起来并不公平，但事实就是如此。这也是你永远不愿长期囿于一个市场的原因。如果你的投资生涯生不逢时，那你运气不好。如果你只选择一种资产类别、投资区域、风险偏好或投资策略，你的投资业绩就总会比较糟糕。将你的资金分散化投资于各种资产类别，是降低你投资组合遭受严重损失的最好方式之一。

我们看几个例子，来认识实践中分散化投资的效力。表 7-3 显示了每 10 年股票和债券的平均收益率。我们之前说过，即使在 10 年这么长的时期内，平淡无奇的老牌国债也能跑赢股票。股市在 20 世纪 50 年代、80 年代和 90 年代表现强劲，市场看起来完美无缺。另一方面，在很长的时期内，股市也有持续低迷不知何去何从的时候，如 20 世纪 30 年代和 21 世纪前十年。请注意，在过去几十年间，股市的年均收益率是如此波动起伏。

表 7-3 每 10 年的年均收益率 (%)

	股票	债券	各占 50% 的投资组合
20 世纪 30 年代	–0.9	4.0	2.8
20 世纪 40 年代	8.5	2.5	5.8
20 世纪 50 年代	19.5	0.8	10.5
20 世纪 60 年代	7.7	2.4	5.3
20 世纪 70 年代	5.9	5.4	6.1
20 世纪 80 年代	17.3	12.0	14.9
20 世纪 90 年代	18.1	7.4	12.9
21 世纪 00 年代	–1.0	6.3	3.7
21 世纪 10 年代	15.7	4.2	10.4

资料来源：Aswath Damodaran.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

如果你在过去这几十年间，将资金简单地对半分配置了股票和债券，会怎么样呢？第3栏显示收益率的波动范围变得更窄，而且21世纪前10年表现异常的负收益率数值消失了。当股市艰难挣扎时，债市力挽狂澜，而当债市勉强支撑时，股市却又表现不错。

以上只是美国市场的投资结果，但美国股市只占全球股票市值的半壁江山。因为偏爱本土，对美国企业更熟悉，很多投资者忽略了投资外国市场。这有时可能让你付出代价。有时，投资者会觉得偏爱本土投资就像个傻瓜。正如上面的案例，投资往往靠偶然的运气。除非你有能力对该投资美国或该投资外国，做出正确的选择和权衡，否则在美国和外国之间进行分散化投资是明智之举。表7-4显示了每10年计算的标普500指数和摩根士丹利欧澳远东指数的表现，摩根士丹利欧澳远东指数是由欧洲的发达国家、澳大利亚和远东股市组成的指数。每一个市场都有在聚光灯下众所瞩目的表现机会，但在某些特定年代的市场表现截然不同。现在来看最后一栏，这里显示的是在美国和外国对半分配资产所得到的收益率，我们发现投资收益看起来更为稳定。

表7-4 每10年的年均收益率 （%）

	美国股票	外国股票	各占50%的投资组合
20世纪70年代	5.9	10.1	7.6
20世纪80年代	17.3	22.8	20.1
20世纪90年代	18.1	7.3	12.8
21世纪00年代	-1.0	1.6	0.2
21世纪10年代	15.7	8.6	12.2

资料来源：Aswath Damodaran, MSCI.

审视长期投资收益率数据，一些投资者可能做出应该坚守美国市场、回避投资全球市场的判断。如果你正好生活在20世纪90年代，这个判断可能起作用。但如果你生活在20世纪70年代或21世纪前10年，你就把自己置于风险漩涡，因为这两段时期美国市场的表现非常糟糕。

AQR资本管理公司是由享有盛誉的克利夫·阿斯内斯（Cliff Asness）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

掌舵的量化资产管理公司，在几年前出版了一项研究论文，推崇分散化投资国际股票市场的优点。以下是他们的研究成果（重点语句是作者标注的）：

> 国际分散化投资不一定能让你免遭几天、几个月或是几年的糟糕日子，但从更长的时间周期看（对投资者而言更加重要），因为相对于短期的恐慌，长期的经济基本面增长对投资收益率更加重要，可以更好地保护你。在短期内，全球分散化投资可能令人失望。市场倾向于同时下跌，导致全球分散化投资组合表现更差。评论家们认为，如果投资者依赖其长期的低波动性，国际分散化投资相对于单纯的国内投资，并不能提供保护，实际上更加危险。
>
> 我们认为这个评论忽略了关键点。**虽然短期内常规的暴跌可能是痛苦的，但长期投资收益对财富创造和毁灭的影响至关重要**。我们认为，从长期看，不同市场并不会呈现在相同时期内的同步下跌趋势。即使市场恐慌可能是短期收益的重要驱动因素，但从长期看，特定国家的经济增长情况是主导因素，这并不奇怪。**分散化投资保护投资者免受因集中持有经济长期表现糟糕国家的头寸而带来的不利影响**。让我们不要忽视这种保护带来的好处。概括来说，对一个投资组合而言，国际分散化投资发挥了作用，对其视而不见简直是不明智的。[6]

假设你是20世纪80年代后期的日本投资者。全世界的人都预言某一天日本将取代美国成为经济强国。在很多人眼里，这几乎是板上钉钉的。从20世纪60年代起，你在股市上取得了每年超过20%的投资收益率，这么好的业绩足够使你的资金每3.5年翻一番。你为什么还要投资任何其他市场？让我们比较20世纪70年代和80年代美国股票和亚太地区的股票（主要由日本企业组成）的投资收益率：

	美国股票	亚太股票
1970 ~ 1989年	9.5%	20.5%

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

当时日本的房地产和股市泡沫如此巨大，以至于到1990年时，日本的房地产市值是整个美国房地产市值的4倍，尽管日本的国土面积仅相当于美国的一个加州。股票的市盈率将近100倍，而当时大多数市场的长期平均市盈率约为15倍。日本的泡沫变得如此失控，以至于有20余家高尔夫俱乐部的入会费居然超过100万美元。[7]称日本为泡沫简直太保守。当你认为情况好得不能更好时，这一切居然轰然崩溃。你可以想象一下，巨大的泡沫破裂后的25年间发生了什么。

	美国股票	亚太股票
1990～2014年	11.5%	1.4%

在投资组合中偏爱本土投资，你面临近20年内投资收益率低于2%的风险。或许，你很幸运在20世纪70年代和80年代投资了日本股市，每3.5年就可以让资金翻倍。你真的想用毕生的储蓄去冒日本这种状态的风险吗？全球分散化投资将保护投资者，免受单个国家或地区的经济或股票市场所带来的伤害。有趣的是，从1970年开始的整个时间跨度内，这两个市场的年度收益率相当，美国股票是年均10.5%，亚太股市是年均9.4%。显然，当市场完全脱离现实时，时间是抹平一切的良药。

每个人都想知道如何在美国和外国股票之间实现完美的资产分配。大多数投资顾问和投资者会告诉你持有10%～50%的外国股票。其实没有正确或错误的答案。如果走势遵循我们过去已经看到的类似路径，这两类资产的收益率在较长的时间跨度内貌似差不多。外汇随时间的波动会存在差异，但预测货币走势同样困难。美国投资者是以美元花掉投资组合的钱，因此退休者超配美国股票更有保证。较长的时间窗口要结合具体情景分析。也许你在未来几十年中，超配美国股票会给你带来好运。也许新兴市场持续增长，市场快速发展，将成为未来年份中的最大赢家。最好的资产配置总是让你感觉最踏实、能一直坚守的配置方式。

分散化投资组合不可能完全规避痛苦，就像我们经历的2007～2009年的国际金融危机。分散化投资与短期无关。它基于长期视角。它需要

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

耐心，因为建构一个分散化投资组合，意味着其中会有让你发疯的资产。始终记住，你的整个投资组合的总体业绩最为重要，而不是某个部分。

还需要强调，长期投资因势而变，需要具体情况具体分析。对不同的人和组织有不同的意义。你最终必须把你攒的钱花掉，在你因生活开支、孩子上大学或其他任何理由需要出售资产时，有可能市场走势不太配合。这是投资者选择分散化投资的另一个原因。分散化投资让你不仅考虑了市场风险，而且还考虑了在不同时间窗口下，与你的个人情况的相关风险。

均值回归和再平衡

抱怨国家监狱的伙食，是囚犯最喜欢的消遣方式之一。因此，当一个来自中西部地区的国家监狱的狱警，发现坐牢 6 个月左右的囚犯在服刑期间，体重平均增加了 20 ~ 25 磅，他有点震惊。发现这个情况后，一组研究人员开始寻找答案。犯人们可以进入运动场，因此缺乏锻炼不是问题所在。当询问犯人时，没有一个犯人归咎于食物、住宿或缺乏锻炼。如果你相信的话，实际上更多地与囚服有关。作为监狱的制服，橙色的囚服非常宽松。这种囚服实在太宽松，以至于囚犯很难知道体重在缓慢增加，因为囚犯没有正常合身的衣服，提醒他们体重正在逐渐增加。也没有其他设施提醒他们体重在增加，一旦他们服刑期结束，试图穿回原来正常的衣服时，他们终于意识到体重增加了多少。没有合适的衣服给他们提供测量和基准，让他们控制体重，这些囚犯在不知不觉间长胖了。[8]

想象以同样的方式，重新调整某项投资组合。资产再平衡旨在防止你的投资组合的任何一项投资或资产类别变得超重（看看我在做什么？）。资产再平衡指出售一些价格涨上去的资产，买入价格跌下去的资产，让你的投资组合回到既定的资产配置目标比例。如果没有分散化投资，资

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

产配置毫无意义，如果没有资产再平衡，同样分散化投资也毫无意义。投资管理过程中的这 3 个因素，永远相互影响。

当你看到某个波动较大的市场时，你的本能反应将是能躲多远就躲多远。然而大多数时候，相反的反应会导致好得多的结果。大多数情况下，基于波动性的再平衡，实际上是正确的举动（记住，在市场上没有总是或永不的事情）。波动性实际上是资产再平衡和寻找投资机会的先决条件，特别对某个包含众多资产类别的高度分散化的投资组合。无论何时市场在某个方向大幅波动，或者突然改变路径由暴涨转为暴跌，或由暴跌转为暴涨，投资者都急于做出判断，搞清楚市场到底怎么了。最简单的解释常常是正确的，大部分情况下是由于均值回归。很抱歉，我们没有更好的说法，但事实确实如此。没有市场永远直线上涨，犹如没有某类资产永远下跌一样。均值回归意味着表现优异的市场，最终将会变得变现不佳，而表现不佳的市场，终将超过其他市场的表现。均值回归在概念上简单，容易把握，但是难以在现实中精确计算。因为大多数市场和价格水平的平均值，可能是一个变动的目标，价值回归的时机总是难以把握。但是，你只要清楚市场和经济按周期运转的事实，你就比投资圈的大部分人强。

对何时实施系统性的再平衡的时机进行研究，发现结果各不相同，但先锋基金的一项研究表明资产再平衡行为本身，不论时间间隔（季度、半年、年等），是投资者取得成功的关键。[9] 当你买入相对的输家，卖出相对的赢家，你在以这种方式自动实施反向操作。每个人都知道低买高卖的理念，但大部分人不明白如何真正将其付诸实践。资产再平衡是一种每次都低买高卖的系统性操作方法。每次当资产配置偏离目标权重时，投资者就进行再平衡。有些人则选择特定的日期或时间窗口。实际上，最好的再平衡技术将是一个强制你一直遵守的方法。很多基金公司都有自动的再平衡机制，这会让投资者更轻松一些，不必采取任何措施。自动做出正确决策，才能剔除情感因素。如果你不能或不会再平衡，预先

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

设立资产配置对你并无益处。总是有很多理由**不去**实施再平衡。在你的一生中，你做出的大多数正确投资决策，将是那些在当时看起来不正确的决策。

作家和投资者威廉·伯恩斯坦在一项研究中发现，分散化和再平衡带来的额外收益接近每年 0.5%，[10] 但正如 90% 的资产配置理论一样，因为变化的市场环境，我们无法知晓未来这个数据具体将会如何。有时当你回头看时，会看到资产再平衡是你做出的完美举动，有时你让投资组合偏离目标，可能会导致更好的投资业绩数据。但这种想法忽略重点。虽然资产再平衡能够很好地提升业绩表现，但是再平衡的最大好处在于控制风险，而不是提高收益。风险管理不是你招之即来、挥之即去的东西。管理好风险，投资业绩自然就会好。最终你会看到，遵守纪律的再平衡机制，仅仅通过行为红利，就能带来业绩提升。随着时间的推移，消除其他投资者的情绪影响，将有可能得到回报。

让我们看一看实务中再平衡带来的红利。1970 年至 2014 年下半年的美国、欧洲和亚太股票市场的平均年收益率数据如下：

欧洲股票	10.5%
亚太股票	9.5%
美国股票	10.4%

3 个数据显示这一时期的长期收益率相当。但是如果你将这 3 个市场组合成一个配置比例均等的投资组合，并在每年年末再平衡到配置比例均等，投资组合的年收益率将跃升至 10.8%，高于 3 个单独的市场。你可能会问，怎么会这样？这是因为每一个市场都有相对领先于其他市场的年份。根据上述策略，每年都会卖出赢家买入输家。在这种情况下，风险管理是重点，但投资收益实际上得以提升。管理好风险，投资收益自然就会好。

对于均值回归，需要澄清一个要点。均值回归与范围较广的市场、资产种类、风险因素或投资风格的关系更为密切，但与个股并不必然相

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

关。例如，沃尔玛创造了长达40年每年约23%的收益，收益好到足以把1万美元本金变为3900万美元。自2002年年底创下低点以来，苹果公司的股票上涨了将近2000%。另一方面，正如我们在第5章中看到的，几乎有一半的个股遭受了约70%的持续下跌。对于个股，没有所谓的均值回归，有的企业会破产。另一些甩卖了。一些企业走下坡路且不会反转，而另一些企业则成为众所周知的明星公司。

预测风险实际上比预测收益容易很多。我们知道，风险一直存在。面对任何长达10年的投资时间，我们不能确信投资收益就一定存在。这时耐心和纪律就发挥作用了。资产配置是一个漫长的游戏。它决不步履匆匆。它并不一直有效，但给它足够的时间就会管用。

资产配置实际上是带有感情色彩的分散化投资及风险管理。将两种有相似收益预期的资产类别，如美国和外国股票，组合起来是明智之举，因为这能降低你的投资收益的波动性，进而（有希望）降低你的心态反应的波动起伏。在一个高度多元化的投资组合中，并不存在资产类别和风险因素完美组合的比例。这取决于每一次增加的资金或策略引致后续维护和执行的困难程度。在单一投资组合中没有必要投资3只大市值股票型基金，因为你将风险过度分散化，要跟踪太多的变量会让你头痛不已。对于一个好计划，你能做的最坏的事情就是追求完美。通过持续不断地变化来追求完美的计划，比执行一项你能坚持且遵守纪律的固定计划，效果更差。

风险因素、价值投资和耐心的效力

市场参与者一点都不理性。这也是一些成功的投资者能够或正在跑赢市场的原因。但能在较长时期跑赢市场的人凤毛麟角，正如第6章所述。

尽管很多投资者将责任全部归咎于投资经理和基金公司的表现不佳，实际上投资者也要承担部分责任。无论是大的还是小的投资者，都乐于

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

追捧过去的业绩，这是投资者由来已久的光荣传统。但是，可以采取主动型投资策略进行分散化投资，如价值、规模、基本面、成长性、分红股票等。这些是表现最佳者的资产清单中的所有风险因素，但是如果你能找到一个包含重复程序的 ETF 或主动型管理的基金（量化基金、聪明贝塔、智慧投资策略等能想到的），那么就能更好地理解表现不佳的可能性，最终表现为均值回归。除非你深谙某种不同的主动投资策略，否则任何长期业绩不佳的首要征兆会造成问题，而且这是大概率事件，因为你无法依靠一个好程序实现均值回归。

作为一名投资者，你如何分散化投资，取决于你想与数量众多的国内和国际市场的基金，如何保持差异。用金融语言，你可以采用所谓的“核心－卫星”法，并根据你的风险容忍度和与整体市场的差异进行调整。核心资产可以是某只标普 500 指数基金或某只全部股票或债券市场指数基金。卫星资产可以是考虑不同因素的资产，如规模（小或中市值）、基本面（股息或股东收益）、资产种类（房地产信托基金）、地理位置（新兴市场、外国发达市场）或风险因素（价值、成长性）。你如何偏离核心资产，配置不同的卫星资产，取决于你的投资组合的预期收益与市场收益的差异。分散化投资很重要，但需要与你自己坚持和实施投资组合策略的能力相匹配。

任何分散化投资组合都有表现领先的资产和表现落后的资产。完全采用主动投资策略或者完全投资指数基金的投资组合也是如此。从某种意义上说，购买指数基金和 ETF，你清晰地知道自己得到了什么，即使可能遭受阶段性损失。但对于简单投资组合的效力，还是值得说道。研究人员分析了 1987 ~ 1999 年，美国规模较大的年金计划的投资业绩。这些计划的资产配置特别相似，接近 60% 的股票，40% 的债券。研究的 243 项计划中，每项计划的资产规模都是数亿甚至数十亿美元，其中 90% 未能跑赢一个简单的 60/40 的组合，即 60% 配置标普 500 指数基金，40% 配置雷曼兄弟综合债券指数，这是当时两只可购买的范围最为

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

广泛的市场指数。[11] 简单的投资组合是好的起点。任何对投资组合的改变，都应基于你的风险偏好和对不同资产类别和风险因素的理解。

价值溢价

心理学家们发现，左脑对持续收到的反应做出响应，并试图将想要理解的事情整合为一个故事。这有助于将我们的信念归纳为一个故事。他们称左脑为语言脑，因为它总是寻求以因果关系建构事物，即使最终可能得出错误的结论。[12] 这种思维方式可能将我们引入歧途，因为我们假设过去发生的事情能够看清且不可避免，但我们没有考虑其他结果。

“重要物品项目”是由名叫罗布·沃克（Rob Walker）和乔舒亚·格伦（Joshua Glenn）的作者开展的一项研究工作。该实验旨在验证“通过讲故事，可以把不重要的事物变成重要的事物”的假设。研究者选取100件不值钱的类似旧货的物品，试图通过志愿者写手对每件物品精心虚构的背景故事，来美化这些物品，并在eBay上出售。他们购买这些物品的总成本不到130美元。但是，一旦给这些便宜的物品配上美好的故事，在eBay上的总销售收入居然超过3600美元！一个美好的故事将一块简单的镜头玻璃卖到76美元，一副烤箱手套卖出52美元。一罐玻璃弹珠卖了50美元。这就是讲故事对我们认知价值的强大影响力。我们喜欢煽动人心的故事，胜过精确的数据。[13]

讲故事的问题在于，将它们作为投资理念时，常常会失败。因为这些理念往往已融入股票或市场的价格中，而讲故事的基础正是股票或市场的价格。价值溢价是部分基于讲故事的异常现象。从历史上看，价值股的表现超过其他股票2～5个百分点，取决于时间周期和所在市场。简而言之，价值投资就是买入被市场低估或股价受到冲击的便宜资产。价值股是那些按照账面价值、利润或现金流的较低倍数交易的股票。

有两种理论试图解释价值投资这种异常现象存在的原因。①投资者

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

购买股票时喜欢听故事，因此有吸引力的成长股和魅力股，往往会得到投资者和媒体的最多关注。大多数人都认为很好的公司应该成就伟大的股票，而不去考虑价值。快速增长的公司会推出众所周知的新产品，很多公司都有明星级的首席执行官或创业者支撑门面。投资者一次又一次高估增长阶段的高价股的未来前景。便宜的股票却无人问津。股价被打压总是有原因的，因此很难让投资者去投资便宜的股票，因为价值股常常充斥坏消息。②学术论文认为，投资者承担更高风险，就应当赚取更高的收益。价值股可能陷入困境，这使得未来的业绩更加不确定，股价也更加波动。本质上说，高收益源于高风险。

以上理论在历史上的价值溢价中都发挥了作用。另一个更简单的解释是，买入价值股在长期内有效，因为它并不是一直发挥作用。例如，在20世纪90年代中后期，科技网络股泡沫期间，有长达6年的时间，成长股比价值股的投资收益率高，年均收益率差异超过10%。大多数投资者都无法忽视这种投资收益率的差异。然而一旦潮水退去，在随后的14年间，价值股每年的平均业绩比成长股高5%，完全扭转了之前的趋势。在整个20年间（1994～2013年），价值股平均年收益率比成长股高近1.5个百分点。[14] 只有具备超常耐心的投资者，才能获得这样的突出业绩。其他投资者沉浸于互联网时代革命性的故事中，一旦泡沫破裂，损失惨重。因此，价值投资最终显灵。

长期投资可能是一个非常主观的词语，完全取决于每个投资者的具体情况。你可能必须保持耐心，等待长期投资最终发挥作用的时刻。如果你选择价值股类的基金，你必须要有耐心。它终将取得成功，但并不是一直表现优秀。

聪明贝塔的兴起

聪明贝塔策略是使用一种风险因子或风险因子组合来改变市场指数，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

从而创设基金的系统性方法。它是调整指数成分股票的权重，或筛选出想要投资的特定类型股票的一种程序。它是利用指数基金投资的诸多优点（系统性、低成本、低换手率、节税），但不完全模仿指数，从而建立一个不同于市场整体的投资组合的方式。聪明贝塔策略常常聚焦于一个特定风险因子或风险因子组合，如价值股、小或中市值股票、成长股、高品质股，并基于规则导向的程序，实施阶段性再平衡策略。大部分指数按市值加权计算，这意味着持仓股的权重取决于市值。苹果公司是全球市值最大的股票之一，因此它在标普 500 指数中有较高的权重。市值小很多的股票，权重也较小。

很多此类策略被称为指数化，实际上是量化投资策略。请记住，指数化基金并没什么特别之处。与大部分主动型基金相比，它们最大的优势是严格遵守投资纪律。这正是聪明贝塔策略有发展后劲的原因。它们排除了行为因素。聪明贝塔或基础性指数化、风险因子投资、策略贝塔或其他任何可能冒出的名称，将继续获得市场份额。它们会更便宜，华尔街会想出更多不同的策略和风险因子。我认为，如果你知道自己在干什么，这些策略作为广泛分散化投资组合的组成部分确有必要。如何实施某种策略取决于一系列因素。

（1）你想与整体市场有何不同？要挣取比整体市场更高的收益，你必须愿意接受时常与市场不同的收益。有时更好，有时更糟。在 20 世纪八九十年代，小市值价值股有 18 年的表现劣于市场。最终它们扳回来了，但是需要投资者等待一段漫长的时期。耐心是这类策略的先决条件。

（2）你能为赚取更高的预期收益，而忍受更高风险的可能性吗？在这些投资策略中，认亏出局可能是投资者最大的风险。如果你要采用这些策略，就要长期坚持。不要因为它们有时表现很差，就吓得手足无措。预期很重要。你决不会想陷入这种境地，因一段时期的突出表现或过差表现而惊恐。

（3）你愿意资产再平衡，持续把资金投入正在下行的策略吗？这实

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

际上是聪明贝塔策略能随着时间推移发挥作用的唯一方式。你必须愿意系统性地低买高卖，否则该策略将失去其长期效用。

（4）通过投资基础性指数基金，获得与整个市场相当的收益，投资成本基本没有或可以忽略。因子策略基金的成本比以指数为基础的主动型基金便宜得多，但比基础性指数基金的成本要高。

通过学术研究以及利用 ETF 与共同基金的投资便利性，这些策略会更加广为人知，未来这些策略的溢价可能会降低。在过去，对于普通投资者而言，难以用一种低成本方式，把这些类型的基金放在一起投资。现在的 ETF 让所有人都可以运用这些策略，成本只是过去的一小部分。这对投资者是一件很棒的事，但也加剧了竞争。这类风险溢价在未来可能会缩小，更可能的结果是会变得更加波动。采用这类策略的便利性，让投资者更容易在这些策略表现突出时蜂拥而入，在表现不佳时又落荒而逃。市场上将会有更多的弱者，他们是一看到市场下跌就夺路而逃的人。上蹿下跳追逐过去的市场表现，严重削弱一项系统性策略所能提供的任何优势。

不过，基于投资策略并不总是管用的简单事实，我对这类溢价会永久消失表示怀疑。在我们看到一系列事物中的 2 件后，我们的大脑自动地无意识地期望第 3 件跟前 2 件会一样。有研究曾深入分析研究对象的反应，这些研究对象试图预测不可预知的事情。即使提前告知这些研究对象他们所看到的是不可预测的，但他们仍旧认为他们能做到这一点，哪怕是其他人都已经失败。这告诉你需要清楚关于投资者耐心的事情。不是每个人都能够在短期内处理长期策略。缺乏足够的定力，需要具备必需的耐心，才能在下行周期中坚持价值投资策略。你必须坚持运用这些策略，而不是顺手时才使用这些策略。某些特定策略在长期才管用的原因，是这些策略在短期到中期，有时并不能发挥作用。我的常识性经验认为，当预期收益和投资波动增加时，糟糕的投资行为也会增多。投资者更倾向于在市场上下波动时进行择时投资。投资风险越大，投资行

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

为越倾向于冒险。有时，如果大市值或成长股表现突出，投资者会感觉持有小市值或价值股很傻，这是分散化投资的另一个理由。但是，仅仅因为一种策略现在不管用，就放弃这项具有优点的策略，将会更加愚蠢。

你也必须了解你所购买的东西。不是所有的价值策略都相同。计算机不能复制沃伦·巴菲特的成功，因此你必须设定合理的预期。买入价值低估的资产是投资的全部重点，即使这并不总是奏效。但在较长时期内，在大部分时间内会发挥作用，这是你作为投资者希望实现的目标。

但是主动型基金或是基于风险因子的基金，与投资策略没有关系，但与投资者行为密切相关。当落脚到选择和坚持某项投资策略时，有一种情绪压倒一切，即怀疑。一些史上最好的风险溢价，实际上也有 10 多年的时间劣于整体市场表现。

从表 7-5 可以了解到，20 世纪 30 年代以来小市值和价值股在长期内的突出业绩数据。历史上，小市值股票和价值股的表现优于整体市场，但有一个保留条件。作为投资者你必须非常耐心地等待这个结果出现。1983 ~ 2010 年，大约 27 年的时间，大市值股票跑赢了小市值股票。同样的情景在 1946 ~ 1966 年发生，在 1969 ~ 1978 年再次发生。回溯至 1926 年，共有 56 年小市值股表现不佳。这意味着大多数小市值股的上涨来势汹汹，但转瞬即逝。在 20 世纪八九十年代，小市值价值股有 18 年未能跑赢市场。在 20 世纪五六十年代，小市值价值股又有 15 年没有跑赢标普 500 指数，1969 ~ 1976 年又是如此。回溯至 1927 年，小市值价值股共有 40 年时间没有跑赢市场，覆盖 3 段不同的时期。[15]

小市值股票就是那些拥有较小市值的股票，通常指市值低于 20 亿美元的公司。中市值股票的市值为 20 亿 ~ 100 亿美元，大市值股票的市值超过 100 亿美元。理论上，小市值股票存在溢价，在许多方面说得通。小公司有更大的成长空间。不像大市值公司那样成熟。研究分析师大多回避分析小市值股票，较大的机构投资者不会买很多小市值股票，因为

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

小市值股票对整体投资业绩的影响不大，而这正是普通投资者所拥有的优势。小市值股票缺乏流动性，因此对大的资金池而言，进出交易比较困难。很多小市值股票没有取得成功，是因为它们经营失败，但取得成功的高质量小公司能提供非常理想的收益。[16]

表 7-5 市值和规模溢价 (%)

	大市值	大市值价值股	小市值	小市值价值股
20 世纪 30 年代	–0.10	–5.70	2.30	–2.60
20 世纪 40 年代	9.20	12.70	14.90	19.80
20 世纪 50 年代	19.40	18.40	19.20	19.60
20 世纪 60 年代	7.80	9.40	13.00	14.40
20 世纪 70 年代	5.90	12.90	9.20	14.40
20 世纪 80 年代	17.50	20.60	16.80	20.10
20 世纪 90 年代	18.20	16.80	15.50	16.20
21 世纪 00 年代	–0.90	4.10	9.00	12.80
1930 ~ 2013 年	9.70	11.20	12.70	14.40

资料来源：Dimensional Fund Advisors.

面对这些历史收益数据，需要多长几个心眼。值得重视的是在 20 世纪 80 年代之前，因流动性限制，如果不承受巨大的佣金成本及市场冲击成本，几乎就不可能建构一个合法的小市值价值股票投资组合。因此不必把这些数据作为教条来生搬硬套。有合理的理论和行为依据推断，小市值股的价值溢价在未来还会继续，但我要提醒投资者调整自己的预期。

当下跌时，怀疑会导致投资者放弃某个投资策略。明智的投资者理解他们的投资策略和风险因子，会持续地买入表现不佳的资产类别和风险因子，经受一次又一次的恐惧和贪婪，并将其作为投资组合的主要部分。这种策略并不总会完美地奏效，但你不是在追求完美，而是追求合理的收益让财富增值。

每位投资者在实施某项资产配置计划之前，都需要问自己一个重要的问题：引发我认亏出局的极限是什么？它可能是包含某项你不喜欢或

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

不明白风险的投资。可能是市值的大幅缩水。可能就是年复一年与市场走势的背离。要明白认亏点是坚守你的投资策略的黏合剂，不管你运用了多少不同的资产种类、资金或策略。

当我提到你的投资组合中每项仓位、资金或资产类别都应有其用途时，我不只是从分散化投资和降低风险的角度来说。我还从行为角度来说。因为对每种和每项资产类别，没有神奇的资产配置，你必须在晚上安然入眠和达成长期目标之间取得合适的平衡。正确的投资组合给你提供免受伤害的最好机会，当你的投资组合中某项资产落后于其他资产时，不会犯致命的错误。你总会讨厌投资组合中的某些资产。要确保你能够学会适应这种讨厌情绪，并明白为什么会这样。希望能给你勇气，不仅能坚持熬过表现不佳的日子，也能继续持有表现不错的资产。低买高卖，看起来容易，但在真实的市场环境中，做起来很难。

在未来，投资于不同的风险因子或风险因子的组合，将比以前更容易。我的建议是只投资你熟悉的领域。当单独或联合使用基于因子的策略时，你必须对投资的风险特征和分散化投资的效用感到安心。

如何顺利实施

你的投资计划应当为最终用户，即你自己，量身定做。不要为制订计划而制订计划，要制订一个你会遵守的投资计划。你必须坦诚面对自己管理风险的能力。大多数投资组合在很多方面相似，但实际执行却截然不同。

某些投资者听到这些可能觉得刺耳，但不是你的投资计划不管用。你执行计划的能力，才是你投资失败的罪魁祸首。通常这发生在一个转折点，要么是暴跌后，要么在获得暴利后。那时你很容易失去理智。在这期间，投资组合的风险太高或太低，可能造成巨大的情绪波动。你决不想落到认亏出局的地步。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

还要记住：没有什么是永恒不变的，除非你想要这样做。当建立投资组合后，你不必玩全进或全出这两种极端的游戏。在经历了一轮恐惧和贪婪之后，如果你觉得资产配置不够正确，可以做一些微小的改动。事情已经发生，风险容忍度可能发生变化。不要轻率地或在极端情绪下做出决定。虽然理解市场和经济周期很重要，但了解你的财务生命周期更为重要。快要退休的和刚刚开始职业生涯的投资者，在需求方面存在巨大的差异。美联储前主席本·伯南克曾经说过："人生确实难以预料；任何一个22岁的年轻人，认为自己知道在10年内，不到30岁时会怎样，我只能说他缺乏想象力。"当与其他投资者进行比较时，请牢记在心。

没有人能准确预知自己的命运将会如何。投资组合从小变大，从储蓄到支出，从增长到维持以及所有相关阶段，你的投资组合会随你的境况改变而发展。记住，整体目标是将你的投资组合的当前资产，与你未来的需求、梦想、愿望和目标（即你未来的负债）相匹配。这一点可能会迷失在日复一日的市场噪声的干扰之中。

在长达10年的期间，你的投资业绩主要来自你如何处理市场的调整、熊市和市场崩盘。在每次熊市期间，你都会在有些时候，想知道是否要止损。你总是想知道市场还会再下跌多少。经济新闻总很惨淡。你周围的其他投资者垂头丧气。悲观情绪盛行。

技术让建构一个高度分散化的投资组合比以往更容易。未来的组合管理成本将趋近于零。执行力和持续维护将让赢家从输家中脱颖而出。即使感觉不太好，仍然能坚守好的投资计划，是一项不能低估的技能。

关键不是要预测每一次熊市或崩盘，而是要提前做好心理准备。知晓这个事情可能或将要发生，就意味着成功了一半，因为你制订投资计划时会考虑这个因素。长期投资免不了遭受损失，需要提前做好准备并采取相应的行动。不幸的是，投资于风险资产，就得承受大量资金损失的风险。如果你想要获得现金或短期债券的安全性，就要准备赚取低很多的回报。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

从表 7-6，你可以看到不同资产类别的收益率存在清晰的差异。[17] 虽然不同国家在剔除通胀后的实际收益率并不完全相同，但在每个国家，股票的长期收益率都比债券高得多。我们相信未来股票将继续提供超过债券的风险溢价，因为股票的风险确实比债券大。若非如此，我们将面临比你的投资组合更大的问题。当然，在特定国家，从短线到中线来看，会有股票表现不如债券的时段。只要是由人在制定投资决策，狂热和恐慌将永远是金融市场不可或缺的组成部分。这种长期规律，偶尔会在短期内因繁荣和萧条而有所改变。用库尔特·冯内古特（Kurt Vonnegut）的话来说："就这么回事。"

表 7-6 各国的实际收益率 （%）

国家	股票	债券
澳大利亚	7.4	1.5
加拿大	5.7	2.1
丹麦	5.2	3.1
芬兰	5.3	0.0
法国	3.2	0.0
德国	3.2	–1.6
爱尔兰	4.1	1.4
意大利	1.9	–1.5
日本	4.1	–1.0
荷兰	4.9	1.5
新西兰	6.0	2.0
挪威	4.3	1.8
葡萄牙	3.7	0.6
南非	7.4	1.8
西班牙	3.6	1.4
瑞典	5.8	2.6
瑞士	4.4	2.2
英国	5.3	1.4
美国	6.6	1.9
全球	5.2	1.8

资料来源：Credit Suisse.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全球化正在让世界扁平化，因为科技慢慢地拉平竞技场，让各行各业的人都能接触到海量信息。在全球不同的国家和地区，一定会发生动荡和危机。有时，日益深化的全球化会对世界其他地方产生溢出效应。有时，危机将会发生在经济或市场缺乏多元化的特定区域。美国成为过去一个世纪的明确的赢家之一，成为经济强国，为投资者提供了风险资产的丰厚回报。虽然美国拥有很多天然优势，但请记住，美国也曾经是一个新兴市场。从18世纪后期至20世纪早期，美国平均每两年就经历一次衰退。[18] 拥有股票等风险资产被视为搭聪明人的顺风车，因为它们能持续创新。试图与人类的创造力相抗衡，绝不会获得任何好处。投资于外国市场，就是在赌其他国家的人每天早上醒来时，也想改善他们的生活条件。

许多人认为，全球化将会让各国市场进一步整合，提高投资收益的相关性。虽然有时看来，你应该只投资某个单一市场（很有可能事后才能得出这样的结论），但分散化投资仍将是投资者的审慎风险管控手段。无论全球化将如何深化，没有两个市场是完全一样的，仍有太多的驱动力造成市场崩盘和差异。随着各国股票的预期收益率基本趋同，试图精确地选择某个单一市场，代表未来最好的投资机会，将毫无意义。分散化投资是市场赢家看清未来的水晶球的迷雾的解药。全球分散化投资能够分散单个证券、经济体、估值、泡沫和崩盘的风险。

资产配置是投资组合的神经中枢，是确定预期风险和收益的重大决策。但更为重要的是，你能够坚持你选择的配置方法，而不是依据教科书来选择最优的版本。

本章要点

- 资产配置绝不会成为头条新闻，不过是你做出的最为重要的投资组合决策。选股就像本垒打球手的三振出局，资产配置就像想一次又一次安全上垒的击球手，成功的可能性更高。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

- 分散化投资意味着你心甘情愿承认自己并不知晓未来会发生什么。没有分散化投资，资产配置毫无作用；而没有守纪律的资产再平衡，分散化投资也不会起作用。
- 请用全球化视野来考虑你的投资组合，因为没有人知道未来表现最好和最坏的资产，将来自哪个国家或地区。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第 8 章
Chapter8

综合投资计划

制订并遵守计划，你会对取得的成功感到惊喜。大多数人无计划，这正是很容易就能战胜大多数人的原因。

——贝尔·布赖恩特

尼克·塞班（Nick Saban）是亚拉巴马大学红潮橄榄球队的总教练，他遵循称之为“过程”的严格的工作方式。很多人将塞班过去几十年在大学橄榄球联赛中取得的成功，归因于这套“过程”，塞班领导的球队赢得了 4 次美国大学橄榄球全国总决赛冠军，1 次是执教路易斯安那州立大学，3 次是执教亚拉巴马大学。塞班的“过程”实际上就是聚焦你能掌控的事情。

所谓过程的重要主题之一，就是聚焦于使你与众不同并系统性地减少任何干扰的重要决定。每天中午，塞班吃基本相同的午餐：泡沫塑料饭盒装着包括生菜、圣女果和火鸡片的沙拉。午餐的程序化安排，允许塞班集中精力于当前更为重要的任务。微不足道的小事已自动搞定。[1] 塞班说：“如果你能抛却嘈杂及外界发生的所有事情，聚焦于你能掌控的事务并管好自己的事情。永远都不要改变。”[2]

塞班不会花精力用于考虑最新、最好的进攻和防守计划。相反他聚焦于当下及执行中的计划。他要求队员集中精力于当下，而不是关注上一场比赛或整个赛季的结果。这种思维方式认为，如果付出了努力并遵

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

守纪律，结果必将随之而来。他实际上弱化了对输赢的关注，因为他知道严守过程最终会得到回报。[3]他向队员灌输，他们需要掌控情绪、严明纪律做好本职工作。显然，结果不言自明。他发疯般地聚焦于过程，最终赢得了非凡的成就，虽然结果并不是他关注的重点。

塞班的工作方法与建构投资计划有颇多相似之处。没有人能把握短期市场涨跌。担忧市场短期涨跌基本上毫无价值，但投资者却总是乐此不疲。程序化的正确决定对投资的成功至关重要。正如我们早先讨论的，人的意志力有限。你需要让它像身体的其他肌肉一样也有休息的时间。具体到投资组合，意味着你不能花费所有时间去操心无关紧要的决定。关注细枝末节会把你活活吞噬，只会导致出错。在体育界，他们说你不能决定你的天赋，但能掌控自己的努力。在投资界，你不能控制市场，但能控制你的情绪。看到塞班并不关注新的进攻和防守策略，而是聚焦于改进优化当下，确实让人精神振奋。老是更换策略的投资者，应当修炼这种心态。最终的成功与策略无关，关键在于执行力。

聚焦于过程而非结果，看起来对某些人并不重要，却是投资组合管理中最与众不同的一点。遵循正确的过程，可以消除设立特殊目标的欲望，因为你将一直关注改进和做出更好的决策。某项投资组合其实就是一个投资过程，而不只是一次性的决定，就像生活一样在不断地发展变化。这并不意味着要时时改变投资组合，而是投资程序要一直运行。这也是投资者要吸取经验教训、制订综合投资计划的原因所在。没有一个前后一致的投资计划，什么投资理念、资产配置、多元化策略等，都是水中月镜中花。

为什么需要计划

无论如何你都要坚持到底，坚守你的计划。这也是投资顾问、投资书籍和财经媒体，给投资者提供的很好的建议。这类建议很好。少吃多

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

动的减肥准则，也被证明是行之有效的好建议。每个人都知道自己**应该**做什么，但**怎么**做？如何改变自己的行为？

对投资者而言，归根到底是要制订一份综合投资计划。投资计划应当包括我们至此已经谈到的所有事情：投资理念、资产配置、资产再平衡安排、你需要和你不想要的资产类别等。投资组合和投资计划看起来差别微小，但实际上迥然不同。投资组合仅仅是不同的持仓组合。投资计划则是让你利用投资组合控制投资行为，以达成你的财务目标。

投资者最容易低估的风险，不是来源于市场波动或损失，而是缺乏合适的计划。投资者应当避免出现不知道自己在做什么的情况。即使制定了明确的投资政策说明书，也不能百分之百地保证你的投资组合将如预期的那么成功。但如果一开始就没有计划，投资一定会失败。事实上，如果没有制订合适的投资计划，意味着你在投机，而不是投资。

我们对所处的市场，唯一真正有把握的事情是会出错，人类对风险的认知一直处于变化之中。风险实际上比收益好预测。一项靠谱的计划会考虑未来会出什么岔子，而不是事后诸葛亮。要为意外事件做好谋划。在压力期间对不同情景制定处理预案，有利于更好地应对。虽然这并不总是那么容易，但制订合适的计划，能降低市场损失。关键问题在于，市场永远不会让你惊慌失措。因为成功投资归根到底更多取决于你的应对，而不是你的行动，为任何情况做好准备，是制订计划的最好形式。

这可能令人困惑，但不要指望市场给予安慰。市场并不总是那么配合。有时它与你的判断一致。有时你的判断不起作用。努力将精力集中于制定完善的决策，而不必在意每次的结果。短期内的结果很难分清好与坏，因为运气起作用的成分更多。最好的过程是仅仅考虑长期结果。你不能期望每一次都做出完美决定。但大部分时间做对决策，或避免做出最糟糕的决定，会有所裨益。犹如减肥，一个星期的多动少吃，可能不会产生预期的结果。但坚持多年的运动和健康饮食，一定会有理想的结果。在一段时期总是做出好的决定，将会产生有利的结果。好的投资

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

者有耐心做重复的事，即使有时什么都不做。

这必须是开放式的过程。目标很重要，但你必须灵活调整。研究表明，完全达成你的计划，基本上是异想天开。你会看到令人满意的成果，这将激励你继续前行。不幸的是，如果我们已经计划做某些事，就不会对我们的情绪有太多影响。对于同样的情绪反应，每一次我们都需要更多肾上腺素和多巴胺来进行修复。这可能导致人们冒更多的风险，并采用投机方式来获得那种反应。[4]

不可能为所有潜在结果做出计划。不仅市场在持续变化，我们的生活也跟市场一样纷繁复杂。在刚开始工作时，你并不知晓会挣多少钱。你也不能确定自己能否赚取稳定的收益。没有人能预知下一个牛市或崩盘何时到来。有时你可能幸运，你的择时很完美。其他时候，尽管你没犯一点错误，市场也不会如你所愿。

建立系统性的程序，强制你遵守投资纪律。在随后的年份中，你往往必须相机抉择，但要知道你仍然很容易被市场愚弄。基于你的见识，搞清楚你应该和不该做某些事，并制订计划来设置障碍，防止做出糟糕的决定。

投资政策说明书

投资政策说明书（investment policy statement，IPS）是综述你在一段时期内如何开展和维持资产组合的书面文件。由于资产组合管理是持续的过程，IPS 就是将你从点 A 带到点 B 的指南。你在 IPS 中写下所有要做及不能做的事情，可能发生的情况及处理措施，还有你的目标和目的。IPS 是指导你的行为的行动计划。制定 IPS 的目标，是避免你在一段时期内陷入困境，并沿着正确的路径前行。起草 IPS 的过程很重要。既可以只写一页纸，也可以洋洋洒洒写满一本活页夹。这取决于你需要为自己设置多少限制条件和行为规则。这是你的个人清单。以下是你在

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

制定 IPS 时，需要考虑的几个问题。

- 未来需要这笔资金为我偿还的债务、实现的梦想和满足的需求是怎么样的？
- 我对投资组合的风险收益特征的预期如何？
- 我在身体和财务上能承担多大的损失？
- 我何时买和卖？决定买卖的触发条件是什么？
- 我的目标资产配置如何？我什么时候实施资产再平衡？
- 我的资产组合的每一项投资或资产类别的风险特征和投资期限如何？
- 我永远不会触碰的产品、证券或投资策略包括哪些？
- 我的投资组合的复杂性如何？
- 为应付紧急状况或日常支出，我需要保持的短期流动性资产是多少？
- 随着时间推移，我何时对投资组合做出改变？
- 随着时间推移，我怎样维护、实施和评估我的 IPS？
- 如何判断我的 IPS 是否成功？

至少每年你需要评估你的 IPS，修正你的投资计划并维护你的投资组合。以下是每年评估的要点。

- 我存了足够的钱吗？我还需要多存多少钱才能实现我的目标？
- 我个人情况的变化是否足以改变我的计划或投资组合？
- 我有意愿、能力或需要来改变风险承担水平吗？
- 我的投资业绩如何？
- 去年我的投资行为如何？
- 我最大的失误或遗憾是什么？

由于没有人能知道未来市场将如何演变，对投资过程的看法有一种奇怪的分歧，但你仍需要科学预估未来几年或几十年情况将如何发展，并以此为基础规划未来。请记住，最重要的事，是你的投资过程不能因预测未来利率变动的幅度或股市短期内的波动而受到影响。那些事情不在你的掌控中，即使最老练的投资者预测这类事情的走势时，也只能是

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

猜测。甚至沃伦·巴菲特也认为短期预测毫无价值，他阐述说：“长期以来，我们一直认为预测股市的唯一价值，在于让算命先生面子上过得去。即使现在，查理（芒格）和我仍然认为预测短期股市走势有害。这种有害行为应该锁定在安全的地方，远离儿童或在市场中行事像儿童一样的不成熟的成年人。”

在设定预期收益水平时，保守一点总是没错。这将促使你提高储蓄率，这永远都不是坏事。万一出了什么岔子，这将会给你提供安全边际。预期降低了，你会为超出预期的表现而惊喜。根据你的实际业绩和储蓄率，你可在年度审查时根据需要进行调整。

制定 IPS 时，最重要的一点就是聚焦于那些你能掌控和理解的领域。不要为那些超出你的控制力的事情或安全区而烦恼。覆水难收，悔恨无益。你没有理由为自己的生活增加额外的压力。

生命周期投资

> 你在投资生涯的某一端放弃安全感，就能在另一端获得安全感？
>
> ——尼克·默里

《商业周刊》在 1979 年的臭名昭著的封面故事的标题是“股票之死”，这被视为史上最好的反向指标之一。在这篇文章发表后，股市在随后的 20 年中，成就了史上最伟大的牛市之一。在 20 世纪六七十年代，投资者经历了持续的市场波动、极高的通货膨胀和可怜的投资收益，很难想出继续投资股市的理由。下面这种想法在年轻人群中更为普遍。

> 特别是年轻的投资者，不愿投资股市。1970 ～ 1975 年，每个年龄段的投资者数量都减少了，除了一个年龄群体：超过 65 岁的老人。同时 65 岁以下的投资者数量锐减约 25%，而 65 岁以上的投资者数量跃升超过 30%。只有那些不了解国内金融

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

市场变化，或者不愿改变自己的老人，还在坚持投资股票。[5]

这段话的作者貌似在嘲笑坚持投资股票的老人，而坚持股票投资，最终证明是非常明智的举动。不得不说市场经验非常重要。类似的情景同样出现在 2007 ~ 2009 年的大衰退期间。在年轻人看来，最近发生的事情很新鲜，他们看到父母的退休金账户在这个阶段比其他任何储蓄方式受到的冲击都大。年轻一代觉得金融市场最糟糕。《瑞银投资者观察》在金融危机几年后，对千禧一代的理财习惯做了一项调查，这份调查的结论看起来与上一代的"股票之死"出奇的相似。

> 下一代投资者非常保守，更像 1929 年大萧条成年而现在处于退休阶段的"二战"后一代。这体现在他们对市场的态度和看法上，正如我们所看到的千禧一代，包括那些高净值人群，持有现金的比例超过任何其他年代的人群。千禧一代对他们实现目标和未来财务的能力非常乐观，但他们貌似对通过长期投资实现他们的目标持怀疑态度。[6]

尤利乌斯·恺撒曾说过："经验是一切事物的老师。"我们过去的经验会使我们形成对市场的看法，这很不幸，但确是事实。因此，虽然从理论上讲，年轻的投资者应当承担更多的投资风险很有道理，但如果你年轻但不能承受压力，你可以逐步地提高资产配置的风险。从教科书的角度看，这并不很理想，但真实的世界纷繁复杂。请记住，最大的风险，可能是在你需要投资的几十年中，你没有承担足够高的风险获得储蓄的复利。年轻人需要采取行动实现自己的目标，给未来的自己更多选择，而不只是试图想象 30 或 40 年后的退休期间正在做什么。

很多人不去审视自己处于生命周期的哪个阶段，并以此确定自己的风险特征和投资期限安排，反而默认使用他们脑海中对市场的最新记忆。投资者有用最近发生的事无限外推未来的坏习惯。事实上，研究表明经济增长会对人们的幸福感产生影响，从而影响它们对金融资产的风险认知。研究人员观察生活满意度数据，并将其与一些国家的经济增长相对

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

比。他们发现，幸福对经济负增长的敏感度是对经济增长的敏感度的6倍。这是风险厌恶的另一种表现形式，因此损失带来的痛苦比收获带来的快感要强很多。困难的生活环境可能在我们的心里留下长久的印象。如此，不仅你的投资可能缩水，而且你的痛苦会上升，这对你做出理智的投资决策，是一种非常可怕的情景组合。[7]

当你基于资产配置与投资业绩监控目的，总体上评估全部资产组合时，你也可以基于多个投资周期考虑你的资产组合。某项投资组合实际上是一组资产，能够满足你未来不同时期的偿债需要。在最基础的层面上，怎样、何时、为何支出你的未来储蓄，是制订你的投资计划最为看重的因素。上大学？房子首付款？退休？慈善捐赠？继承？思考这些问题的答案，对你选择正确的资产组合配置和资产类别大有裨益。虽然是对长期目标的预测，但思考这些问题，将使你的心态保持正常。

生命周期投资的实质在于：对于参与金融市场的剩余时间存在差异的不同投资者群体，大多数市场走势所产生的影响存在差异。依据当前市场价值或未来储蓄，考量你的投资组合的成熟程度，与你如何制订投资计划密切相关。如果你还有很多年用来存钱和投资，你实际上应该欢迎市场波动和下跌。如果你要从投资组合提款，股市的波动，既痛苦又有压力。年轻的投资者应该祈祷在他们职业生涯的早期出现巨大的市场暴跌。这将让他们有机会以很低的价格买入股票，那么未来的投资收益和较高的股息率带来的复利效应会增加。而已经退休的投资者则相反，应当祈祷在退休早期出现牛市，因为股市崩溃会对风险资产造成严重冲击，而这时老年投资者没有新增储蓄投入资产组合，或者因开支需求要动用存量资产。退休者不能把所有资产押注股票的原因即在于此。对短期资金而言，股市风险太大。

当你很年轻，刚刚开始职业生涯时，你最大的资产不是你的储蓄或退休账户，而是你的人力资本或未来挣钱的能力。未来的收入是未来储蓄的来源。如果你定期存钱，把每月薪水的一定比例存起来，你就建立

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

了某种自然的再平衡机制。当股价低的时候可以购买更多的股票，股价高的时候就只能买少一点股票。年轻人总是会有更多的时间，从熊市中熬出头来。理论上看确实如此，但在现实中，如果你在遇到的第一次熊市中赔了钱，无论损失多少，感觉也像是打碎了牙齿往肚里咽。基于此，为谨慎起见，年轻人应当慢慢增仓直至满仓股票。虽然这并不是最理想的状态，但坚守计划比马上将资产大部分配置到股票，更有意义。大部分年轻投资者能够应对市场波动，但没有足够的经验保持冷静的心态。需要说明的是，只专注于规避市场下行风险，而坐拥现金或投资债券，将会使你无法分享较长时期内股市巨幅上涨和丰厚的复利效应。你越早开始储蓄并利用复利效应让财富增值，你在未来就可以存越少的钱，足以应对未来可能承担的更大责任。

对于退休者或接近退休的人群而言，他们的思维方式与年轻群体大不相同。他们需要在短期开支风险和长期资产缺乏风险之间寻求平衡。这个问题将持续存在，因为人的预期寿命持续上升，因医疗保健的进步而活得更长。对于那些临近退休却没有足够储蓄的人来说，提供给他们的选项并不理想：更晚退休，节省更多的钱，降低生活水平，或者以上兼而有之。即使你已攒了足够的钱，这些钱也得支持你今后 20 ~ 30 年的生活。在这么长的时期内，要保持你的购买力，抵御通货膨胀的侵蚀。2014 年的 100 万美元大约与 1985 年的 45 万美元的购买力相当。因此，如果那些钱被塞在床垫下而没有去投资增值，经过 30 年，通货膨胀将会吞噬其一半的购买力。

从财富积累转变到财富保护，心态调整也很困难。你如何成为富人，与如何维持富人地位，差异很大。高龄投资者缺乏时间通过未来储蓄、复利效应或等待市场复苏的能力来弥补损失。对于那些处于退休阶段或接近退休的投资者，靠谱的规则是：不要将未来 4 ~ 5 年生活开支所需要的资金投资股票。如果你全仓股票，需要用钱时不得不卖出，那风险就会很高。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

战胜市场

如果你问别人投资业绩如何，几乎所有人都会告诉你上一周、上个月的最新情况，如果你运气好，可能会得到上个季度的情况。而且，告诉你的投资收益往往针对是否跑赢市场："我跟市场大势差不多！""我要是投更多资产在股市而不是分散投资就好了""今年我在股市上栽了个跟头"。虽然这只不过是茶余饭后的谈资，但跑赢市场并不是衡量投资者成功与否的唯一标准。对投资圈的大部分专业人士而言，跑赢市场是唯一重要的事情。对个人投资者而言，唯一重要的事是你沿着正轨前进，实现你未来预期的目标。选择一个基准作为你自己的预期目标，有助于避免过度自信毁坏你的未来投资结果。

如果你能跑赢市场，那很棒。你做得不错。但要知道，在金融市场取得的成功可能转瞬即逝。没有人一直都赢。当傲慢使自我意识膨胀时，你将为这种心态付出昂贵代价。你不能只依靠跑赢市场来实现你的目标。设定的目标太高，将导致偏离你的期望。如果你能取得与市场相同的结果，那算你幸运。挣到平均收益，实际上意味着与其他市场参与者相比，你是超越平均水平的投资者。战胜你的同伴，比跑赢标普 500 指数容易多了。这与跑赢市场关系不大，而与没有战胜自己关系更大。投资的阿尔法来自：超越平均，将压力和复杂性保持到最低限度，有效地管理投资组合，消除可避免的失误。专业投资者一直在争论有效市场假说。个人投资者应该保持自己的投资过程有效，不要耗时间操心理论的优劣。

聚焦于建构你的投资组合，获取长期的成功，而不宜采用短期投资策略。虽然短期市场失灵，存在短期套利机会，但没有人能成功地找到一种实现长期套利的方式。在股市中，耐心等待是不同投资者之间的最终平衡机制。

在投资过程中，时间是最容易被误解、却很重要的概念之一。时间不会给你提供任何保证，但是如果你善用时间，你成功的可能性会增加。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

很多投资者已知晓，企图在短期时间内跑赢市场，代价高于收益。把跑赢市场作为唯一目标，常常导致业绩表现不如市场。同样的逻辑也适用于追求损失最小化。仅仅专注于保护市场下行风险，常常导致无法分享市场上涨的收益。

存钱

当你年轻、健康、刚参加工作时，几乎不太可能考虑为未来的生活，如退休等问题提前做好规划。你十有八九会认为考虑遥远的未来基本没有意义。年轻的投资者需要考虑未来的财富能给你带来的东西，特别是自由和灵活度。金钱能够买到的最重要的事情，就是让你有时间做自己喜欢做的事。如果你后半生被迫打工谋生，做自己不喜欢做的事，对年轻人来说绝不是一个理想场景。大部分人不去建构退休储蓄规划，反而憧憬变老时，充足的养老储蓄会对生活方式产生哪些影响：到想去的地方工作？提前退休？脱离朝九晚五的工作？无论你的生命中有什么事情最让你烦恼，就把这些烦恼作为你储蓄的动力吧。如果痛恨你的工作，就攒足够多的钱，不必为一个你不喜欢的老板干活。如果你想周游世界，就攒足够多的钱，去你心向往之的任何地方。为你的未来考虑，现在存的钱越多，你未来可能留下的遗憾就越少。

虽然在过去大约一个世纪，金融市场成为复利机器，但如果你不尽心存钱，你投资什么都毫无意义。你选择哪只基金，不如有利的复利效应的效果显著。事实上，在你投资生涯的头 20 年，你投资组合的增量主要来自你存了多少钱。假设你的投资组合年收益率为 7%，你将收入的 12% 存起来，需要花费近 20 年，你的投资收益才开始成为你投资账户价值增长的主要力量。再经过 30 年，假定每年收益率保持不变，储蓄每年增加 5%，相当于每年的投资收益率增加 1.5% ~ 2%。专业的组合基金经理对这种投资绩效都望尘莫及。[8]

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在你的一生当中，所处的环境会发生很多改变。你必须根据情况变化进行升级和修正。随着你的薪水、家庭条件和风险特征发生变化，你的投资组合也应有所不同。确保是因为你的境况发生变化，才随之改变你的投资计划，而不是源于市场的最新波动。始终要把存钱作为第一要务。

税收和资产载体

虽然大多数人不愿意考虑税收问题，但你在制订全面的财务计划时，必须从资产载体的角度，考量投资组合的税收效率。任何人着手存钱时，应当尽可能将长期资产置于免税账户。在美国，轻而易举就能把未来几十年都无须动用的资金配置于免税账户。不仅是你的投资增值、利息收入和基金分红免于缴税，而且不会在纳税申报时遇到头疼的事或担心有遗漏。401（k）计划之类的退休账户可以享受前期税收减免；罗斯个人退休账户可以享受后期税收减免，这意味着最终领取退休收入时免税。你可以计算你的未来税率，确定在这两类账户之间的最佳资产配置组合。但是，由于没有人能确切知道，华盛顿特区那些难以捉摸的政策制定者，将如何调整税收政策，因此综合利用好每一类账户，作为储蓄载体来分散税收影响，可能非常必要。有选择总是好的。

对于那些还通过应纳税账户进行投资的人，需要注意不同资产类别会有不同的税收影响。债券、房地产信托基金、高分红股票以及除免税市政债券之外的有固定收益的很多其他金融产品，都应当放入延税型退休账户，因为这些资产的税收效率较低。你的应纳税账户要对收到的收入纳税，从而降低你的税后收益。股票指数基金和ETF基金的节税效果好很多，因此如果你要使用应纳税账户，股票可能更合适。

不管你是将资产放在应税账户还是延税账户，一定要从整体投资组合角度，来考虑自己的实际情况。做出明智决定的唯一途径，是把所有

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的退休基金、大学储蓄账户及其他储蓄载体统一考虑。这样，你可以决定你的资产流动性，你的资产净值，你的整体投资业绩，你的资产组合分散化程度以及你真实的资产组合配置情况。

本章要点

- 唯一重要的业绩基准是实现你的个人目标，而不是战胜市场。
- 对很多人来说，最大的风险是钱用尽了，而不是资产损失。
- 投资原则不因时间变化而改变，确定你的投资立场与风险控制时，你的个人境况将发挥很大作用。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第9章
Chapter9

投资顾问

虽然市场总在发生变化，好的投资建议却很少变化。虽然人们需要好的建议，但他们想要的却是听起来顺耳的建议，被人迎合的诱惑确实难以抗拒。

——杰森·茨威格

记得我参加工作的第1周，感觉就像电影《开水房》（*Boiler Room*）中令人印象最为深刻的会议室的现实版。你知道，本·阿弗莱克扮演的业绩斐然的投资界大佬趾高气扬地迈进挤满培训生的会议室，向一组新入职的股票经纪人发表他那著名的演讲。他说："我是一个百万富翁。听到这很不可思议吧，是吗?"我的境况虽然没有那么戏剧性，但也有一个房间坐满了正在观望的自信的投资分析师，等待部门领导进来宣布他对团队的月度评价结果。公司内部竞争很激烈，虽然他们也小声交流，你却能感觉出来他们正在暗自较劲。我是一个新来的实习生，因此我在会议桌的外围找到合适的位置坐下。这是我第一次在一家大型金融机构的工作感受，对于一个刚涉足这个行业的21岁的年轻人，确实非常令人激动。

这份工作需要为一组卖方分析师进行个股研究。他们之所以被称为卖方分析师，原因在于公司把研究报告出售给他们的客户，主要是专业投资者。这些分析师密切跟踪一个行业或产业中的一组企业，并根据

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

他们的研究结果发出买、卖或持有建议。每个投资分析师至少有一到两个初级分析师协助他们工作（有大量的分析工作），每个分析师负责10～15只股票，分布于不同的产业或行业。总的说来，公司大概跟踪研究200～250只股票。

终于等到部门领导走进会议室，你能看到他脸上忧郁的表情。他站在办公桌的首座，发出了大家都听得见的叹息，然后宣布公司最新的投资建议更新情况。他先是宣布分析师对所关注全部股票做出的买入推荐总数。有很多买入股票的建议，远超过所关注股票的一半。接下来，他宣布持有建议的情况。持有建议的数量不是那么多，但仍然过得去。最后，是时候让所有人知道总共做出了多少卖出建议。他沮丧地喊道："现在我们**总共**只有3个卖出建议……**整个**公司！只有3个！有人能对他们不喜欢的某个股票发出卖出信号吗？任何股票都可以！"

我花了好一阵才意识到这里发生了什么事，明白了对这家特殊的公司而言，这种情况并不鲜见。这基本上就是这个行业中大多数公司的运转模式。分析师与他们关注的各家公司的首席执行官和其他高管进行面谈和电话会议，收集到一些最有价值的信息，据此编写他们的研究报告。除了向客户销售研究报告，该公司的其他部门也给关注的公司提供其他的服务。投资分析师关注的很多公司，还是公司其他业务的客户。如果他们就某公司的股票发出了卖出信号，分析师就会面临激怒该公司管理层的风险，可能会破坏合作关系和业务往来。虽然没有人承认这一事实，但不去打翻友谊的小船看来是一个潜规则。

当我开始在这家公司上班时，我相信这些人是宇宙的主宰。每个人都很聪明，似乎对这些股票无所不知。每个人都有显赫的教育背景：工商管理硕士或特许金融分析师等光环。我对他们绝不会做错事深信不疑。直到在这次会议上看到只有3个股票卖出评级时，这些想法完全被颠覆了。

虽然这些分析师都非常聪明，很多来自顶级商学院，能够使用你能

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

建立的最复杂的贴现现金流模型。但不管他们是否愿意承认，总有他们掌控之外的力量，在控制着他们的行为。我从这些经历中学到了一些重要的经验教训。首先和首要的，不管是在金融领域之内还是之外，激励机制压倒一切。如果企业组织文化中有激励机制或惩罚措施在起作用，你就不能总是基于你的智慧或本意来做出决策。经常，会有些因素迫使你做出本来不想做的选择。在人生的任一段体验中，理解他人行为的动机和意图都不可或缺。

第二，即使这些人都很聪明，但其他跟踪市场的参与者也都很聪明（相信我，也会有一些愚蠢的，但大多数情况下，智力不是问题；总有太多的聪明人，但缺乏足够的常识）。如果你在金融市场涉世未深，或者没有深入理解把握市场，就很容易对你遇到的第一个聪明人印象深刻。你会开始相信他们说的一切，因为他们貌似非常聪明。但要记住，总会有人比他们更聪明，情商比智商更重要。

第三，如果缺乏风险分担机制的支撑，那么你未来的发展前景有限。我发现，如果你没有真正投入资金来支持你的观点，就会很容易给别人提供买入和卖出的建议。我不能责怪这些分析师，因为这就是这个行业的实际状况。但是，当你用真金白银去投资，而不只是纸上谈兵时，情绪就会发挥重要作用。出错与亏钱，两者带来的感觉大不相同。一旦你感受到亏钱带来的刺痛，情绪可能就会影响你未来的决策。

最后，当你正在接受投资建议时，保持独立性最为重要。并不是所有的分析师都缺乏主见或都是坏人。许多分析师提供了有用的研究，即使他们的投资建议并不是最好的。对这些与所任职银行和券商有其他融资安排或咨询关系的公司提出研究报告，是一个很难平衡的行为。此外，你必须注意到，这些分析师的研究也为侧重短线投资的客户服务。总是买、卖或持有，而不是风险、耐心或投资期限。分析师在提供投资建议获得酬劳时，不可能完全没有利益冲突。但是，你想要一起共事或提供建议的分析师，应该从一开始就对可能面临的利益冲突和酬劳等问题开

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

诚布公。当双方建立信任时，诚信有助于走得更远。

审视投资建议的来源

对于帮助别人管理资金的投资顾问，投资者似乎有截然不同的评价。要么盲目相信他们，视其为救世主，比如伯尼·麦道夫，在丑闻暴露之前，人们觉得他永不犯错。要么我们认为他们都是骗子和无赖，永远都不值得信任，就像伯尼·麦道夫的丑闻爆出之后，人们对于投资顾问都心有余悸。任何时候都会有极端观点，但真相往往在两个极端之间。虽然有许多投资顾问只是指望从你身上弄点好处，但也有好的、诚实的人愿意帮助你实现目标，改善你的财务状况。有句老话"信任，但要验证"，是很好的中庸之道。当你面对面或从财经媒体接受投资建议时，确实要知道应该关注什么。

大多数人接受投资建议时，最在乎投资顾问显露的权威和自信的感觉。投资顾问对其预测未来的能力越有把握，你接受建议时就感觉越有底气，因为你会有难以捉摸的掌控错觉。事后看市场，感觉很容易把握，特别是如果有人言之凿凿地告诉你下一步会发生什么时。难题是没人知道未来会发生什么。任何人给你投资建议，声称他们确信知道未来会发生什么，不是吹牛就是撒谎。这些人对他们短线预测越自信，你就越不应该听从他们。多数预测者更关心他们所说的话听起来是否有道理，而不是能否帮你挣钱。即使他们偶尔对了，那也不意味着他们给你提供了好的建议，那只说明他们运气好。看看图 9-1，有一些醒目的词语或短句，肯定会吸引你的注意力，但合理的、有用的建议极少会用到这些词语。

当心那些向你兜售近期价格已大幅上涨的投资产品的人。这些人很有可能错过了整个上涨阶段，想要在情况还好时捞一把。这些产品可能是黄金、房地产、股票以及任何其他正热门的投资品种。一项投资或资

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

产显示出巨额盈利前景时，人们很容易去追赶这股潮流。对于那些试图囤积已大幅下跌的资产的人，同样也是如此。如果某项资产已大幅上涨或大幅下跌，人们很容易掉进圈套，推测这种走势未来将无限延续。以上无论哪种情况都无法做出准确的预测，此时极端情绪占据上风，当投资者处于极端情况时，没有人能预测他们的情绪。

总是	我没有错，是市场错了
绝不	你必须马上买进
我百分之百确信	只会上涨，不会下跌
板上钉钉	绝对相信我
我们的模型很神秘	我能承诺每年 20% 的收益
我们绝不会亏钱	我总是对的

图 9-1 注意那些言之凿凿的金融建议

投资顾问的观点充斥着“死多头”和“死空头”的论断。这些人对你没有任何助益，因为对他们来说，要么是不加掩饰地看好，要么是恐惧莫名地看空，而没有中间状态。众所周知，由于这些人总是戴着有色眼镜或怀有金融系统将要崩盘的心理看待市场，他们没有给中间状态留下空间。以下是几个例子，描绘出这些一根筋的评论员如何运用最新新闻或数据，支持他们对市场的论断。

- **新闻：** 油价上涨。

  死多头： 经济运转良好。

  死空头： 消费者的可支配收入更少了。

- **新闻：** 油价下跌。

  死多头： 消费者的钱包更鼓了。

  死空头： 经济运行变差。

- **新闻：** 经济增长停滞。

  死多头： 预期降低。

  死空头： 华尔街的金融业与主街的实体经济之间存在巨大脱节。

- **新闻：** 经济增长加快。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

死多头：公司利润将增加。

死空头：股市不是经济的晴雨表。

总会有某些人对任何与市场相关的数据，都能做出积极或消极的解读，以契合其论断。不要在这些人身上浪费时间。去寻找均衡的观点，让你既能看到潜在收益，也能知晓潜在风险：什么可能出错？我没有看见什么？要获得这些潜在收益我要承担哪些风险？当给予建议时能看到事物的两个方面，这是一个被低估的特质。最好的投资者总是从概率的角度考虑问题。即使你对某个特定的结果相当有把握，也需要对你的想法吹毛求疵，制订应急计划以应对不利事件。

从那些愿意承认错误的分析师那里寻求信息与建议。自知之明和谦卑是咨询行业中严重缺乏的两种特质。如果某个人不愿对他的投资建议负责，那就无法判断你能否获得合理的建议。

向投资顾问购买服务

至此，你已经能够很好地建构投资组合。你领悟资产配置和制订综合投资计划的重要性。你熟谙情绪会妨碍做出正确决策。如果你掌握了这些要领，但不知道你能否控制情绪，不知道如何或何时能够自主管理你的投资组合？承认这一事实并不丢脸。如果是这样，寻求一位有经验的投资顾问的帮助就非常有必要。承认自己并不知晓一切，是成为更好的投资者和决策者的第一步。你需要确定，在你做决策之前，希望从投资顾问或投资经理那得到什么？

将你生活中的重要事项外包并不丢脸。生病时，你去看医生，需要法律意见时，你会找一个有名望的律师。家里水管破裂时，你会请一个水管工。这些都是完全理性的行为，因为你听从专家的意见。你将投资决策外包给投资顾问时，实际上是外包你的时间、知识和情绪。遗憾的是，我列出的上述专业领域：医生、律师和水管工，都比成为投资顾问

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

需要更多的认证和训练。在财务规划方面有各种合法认证，如注册理财规划师（CFP）、投资组合管理方面的注册金融分析师（CFA），要获得这些认证，需要在该行业有一定的从业经验，参加综合知识考试及后续培训。最重要的是，投资顾问持有注册理财规划师、注册金融分析师资质，表明他们致力于学习投资技能，这总是一个好现象。但是，肯定会有一些持有专业资质却不提供最佳建议的人，也有一些人没能聘请到有能力提供好建议的投资顾问。不仅是找到一位持牌专业人士那么简单。因此，在你建立最重要的委托代理关系时，你需要搞清楚一些事情。

当要聘请一位值得信赖的投资顾问时，要明白的第一件事是，最初你会被遇到的最为自信、最有把握的那类人所吸引。在一项实验中，投资者倾向于喜欢那些做出绝对的、过于自信预测的投资顾问，而不是那些更为稳健的投资顾问。这些委托人评判投资顾问，不是依据投资流程或投资理念，而是他们的自信程度。人们倾向于假设自信等于正确，这简直是大错特错。投资顾问对完成不可能任务的高度自信，蒙蔽了委托人并获得其信任[1]。相信投资流程固然没有错，但当投资流程完全基于对未来的预测，而不是提供合理、长期的建议时，就成为问题了。没有人总是对的，市场已经使那些最聪明但缺乏足够敬畏的投资者折戟沉沙了。

投资者被确定性所吸引，犹如小贩被金钱所诱惑。持有规模很大的投资组合不是坏事，但也会引来骗子。你的钱越多，你就越有利可图。在克里斯·法利（Chris Farley）主演的经典电影《乌龙兄弟》（*Tommy Boy*）中，法利扮演的汤米·卡拉汉试图向一名潜在客户解释，自家的汽车配件商店提供的包装盒上无质保字样的优质汽车配件，和另一名竞争对手提供的包装盒上贴有质保字样，但质量不如卡拉汉家的汽车配件之间的差别。

汤米：让我们分析一下这个问题，泰德。为什么有人要在包装盒贴上质保字样？嗯，这非常有趣。

泰德·尼尔森（顾客）：继续说，我在听。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

汤米：我是这么看的，泰德。有人在包装盒上贴上花哨的保证字样，是想让你感到踏实和舒适。

泰德·尼尔森：是的，这让人感觉不错。

汤米：当然是这样。为什么不呢？你梦想晚上把那小盒子放在枕头下面，会有女神走出来并停留一刻钟，对吗，泰德？

泰德·尼尔森：你想要说什么？

汤米：我想说的是，你怎么知道这位女神不是个瘾君子？嗯，我们不买它。它溜进你家一次，那就完了。你知道接下来会发生的事，梳妆台上的钱丢了，家里的一切都乱套了。我见过上百次了。

泰德·尼尔森：但他们为什么要在包装盒贴上质保字样呢？

汤米：因为他们知道卖给你的是一个有质保字样的破玩意儿。就是这样，不是吗？嘿，如果你想让我把一个垃圾装在盒子里并标上质保字样，我也会。我有空闲时间。但现在，为你的客户着想，为你的家人着想，你应该考虑从我这里购买优质的产品。

任何时候投资顾问向你提供保证时，请想想《乌龙兄弟》中的比喻。某些人愿意提供100%的保证，因为他们想让你内心感到踏实和舒适："当然，你每年能挣20%，而没有下跌风险，只要你把辛辛苦苦挣来的养命钱都交给我。"但这种承诺没有任何价值。投资顾问能向你提供的最有价值的东西是：为成功实现你的目标提供较高的可能性。

投资顾问的首要工作是设定合理的预期，但你作为客户也要回应，并设立你对他们能为你做什么的合理预期。你不能期望他们创造奇迹。一个好的投资顾问应该能够为你做很多事情，但不包括投资业绩保证。

投资顾问能做什么

先锋集团实施了一项全面的研究，试图量化成功的投资顾问给客户

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

投资业绩提供的增加值。它们深入分析了一些投资组合管理事项，确定每件事对基于客户平均业绩确定的业绩基准的增加值。结论见表 9-1，改善所有这些特定领域，能够将客户净收益提高 3 个百分点。这是很显著的业绩数据。你应该注意到价值增加估计值 3% 的一半，即 1.5%，来源于行为指导。表中所列的其他项目也很重要，如果投资顾问不能终结行为偏差，其他项目将徒劳无功。客户教育、咨询和设定合理预期是这块拼图的三大支柱。[2]

表 9-1 投资顾问的潜在增加值

先锋咨询的阿尔法策略模型	客户平均增加值（%）
使用高度分散化的基金 /ETF 建构合适的资产配置	＞ 0
节约成本的执行过程（费率）	0.45
再平衡	0.35
行为指导	1.5
资产载体	0 ~ 0.75
支出策略（提款顺序）	0 ~ 0.70
总收益还是收益再投资	＞ 0
潜在的增加值	大约 3

资料来源：Vanguard.

这 3% 的数字不应该直接加到你的每年投资收益率数据之上。这样处理过于简单。增加值是离散型数据。大部分价值产生于市场受压或亢奋时，此时投资者容易将长期投资计划抛到九霄云外。当你要犯一个巨大错误时，你的投资顾问能让你悬崖勒马，此时投资顾问就物有所值并发挥作用。

如果你认为投资顾问有助于提升你的投资业绩，降低你的压力水平，看看先锋集团关于增加值最佳实践的表格就是很好的起点。但你必须确保你选择的投资顾问，总是聚焦于有助于实现你的目标的那些领域。如果有人声称他们能在其他方面带来增值，我将对此表示怀疑。

本着简单行事的原则，投资顾问兼作家卡尔·理查兹（Carl Richards）列出了寻求投资顾问帮助的 3 个基本理由：

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（1）帮助我明确自己的目标；

（2）提醒我记住自己的目标；

（3）不忘初心，不做傻事。[3]

“不忘初心，不做傻事”能帮助我消除行为偏差（实际上这是理查兹创造的一个短语）。好的投资顾问应该更擅长于把握你的情绪和潜在反应，而不是预测市场走势。如果在跟你合作过程中，他们能说服你避免做出差劲的决策，那么他们就尽到责任了。

只说他们能为你做这些事情，还是不够。投资顾问必须告诉并展示他们将以你的名义如何实施一份综合理财计划。他们必须能提供客观的建议。他们必须推荐契合你的个人特定情况的合适投资项目。同样重要的是，请你记住，你正在向投资顾问付费购买服务。他们为你工作，而不是相反。虽然你不能提出离谱的需求，但当你有困惑或需要更多关注时，你绝对要提出要求。

行为经济学家梅里·斯塔特曼（Meri Statman）说：“投资顾问把自己视为投资管理人，‘跑赢市场’秘方的提供者，但事实上，他们通常是投资者的管理者。”当你读到这里时，你就应该理解这种区别了。投资顾问不仅需要教育客户，还是某种意义上的心理学家和情绪导师。他们的职责是管理你的情绪，这种关系有点奇怪，但事实就是这样。这不是一份简单的工作，因为人是难以理解的硬骨头。投资顾问的职责不是简单地为你选择投资产品。任何人都能做到这一点。通俗来说，一个好的投资顾问的最重要的工作之一，就是为客户阻截噪声。他们应该能告诉你两件事：

（1）这些是你要看重和关注的事情；

（2）这些是你要忽略和无视的事情。

由于对客户的持续教育非常重要，这意味着投资顾问也必须持续学习。大部分投资过程都可以归结为思维方式。如果投资顾问不愿意投入时间提高自己，怎么能期望他们能提升你的投资业绩呢？他们出售的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

是一个过程，而不是一揽子产品。投资产品本身没有什么错。你确实需要基于产品建构投资组合，但你的投资顾问不能只是一个高超的产品推销员。

投资顾问在做投资决策和推荐时，应当将客户利益放在首位。用财务术语来说，他们应当作为受托人以你的名义行事，这意味着任何时候他们提供建议时，应该首先问自己："我在以我的客户的最佳利益行事吗？"投资建议应当基于事实证据，而不是主观直觉。给予建议时，应当充分了解你的整个财务状态，而不仅仅是你的投资组合。没有清晰了解某个人的整体财务状况，包括债务、消费习惯和未来需求等，你就不能做出明智的投资决定。

你需要清楚地知道你的投资顾问如何获取报酬，收取的费用是基于资产的某个比例，还是基于资产组合规模计算的概数。如果你的投资顾问以产品销售佣金为基础收取报酬，这不是个好兆头。激励方式很重要，因此你必须区分，投资顾问是向你卖产品，还是提供靠谱的投资建议，并将他们的利益与你的利益捆绑。如果投资顾问通过产品销售佣金挣钱，他们就有动力不断地折腾你的投资组合，卖给你越来越多的产品。这类建议不是在为客户利益服务。

你要找多听少动的投资顾问。他们应该问你很多问题，而当你反过来问他们时，他们应该花时间向你解释。他们应当用考虑周全的投资流程来管理你的投资组合，根据你的个人情况正确地实施资产配置。最后他们需要制定投资策略，指导未来的行为，并确保提前规划好投资组合的执行流程和后续维护工作。

制定策略并不太伤脑筋。当别人以你的名义做出投资决策，在执行和后续维护时会给你带来考验。在一项实验中，经纪人无论何时给出准确的建议，客户都会报告说他们感到不太满意，不如他们自己独立做出决定。你自己做出决定，情绪会更好一些。这变成了某种游戏。可是如果这个客户亏了钱，而这个决定是他自己做出的，他们会感觉更后悔。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

因此听从他人的建议，能够减轻亏损带来的负面情绪冲击。投资顾问就像减震器，降低你对损失的厌恶情绪。这也是人们付费寻求投资建议的原因。这种方式不仅能推迟你做出决定，而且一旦遭受损失也能舒缓你的情绪。[4]

投资者教育应当是投资顾问与客户合作关系中很重要的方面。再怎么强调都不为过。投资顾问首先必须教育你，才能把你从自我中解脱出来。他们不仅要告诉你关注什么或避免什么，他们也必须讲清楚你已经知道，但还不明白其重要性的特定情况。一位成功的投资顾问必须具备分析技能和良好的沟通能力。你不应该通过翻译来理解投资顾问在说什么。投资顾问绝对不应该说“相信我，我是专家”，而应该说“这是我正在做的，这是我这样做的理由”。

如何成为一名好客户

投资者想在市场下跌期间安全退出，但在市场上涨时又想获得全部收益。在市场波动时他们想炒短线，但在牛市期间想真正地买入并持有。在股票牛市期间，债券是一种糟糕的投资，但在股市崩盘或经济衰退期间，每个人又疯狂地寻求买入债券。他们想要确定性和预测未来的能力，他们想在最好的资产启动前就买进，但在某类资产下跌之前，可以规避表现糟糕的资产。每个人都想在每个时间段内（包括短期和长期）跑赢市场。这种策略有一个名字，就叫作不可能。

虽然教育投资者的工作落在投资顾问的肩上，但作为客户你扮演的角色也非常重要。聘请了投资顾问，并不意味着你就是甩手掌柜。这只是改变了你需要重点思考的领域。你不能将理解和关注进行外包。作为委托人，你仍需要了解你的投资组合和市场的运行情况。没有人比你更关心你自己的钱和钱对你意味着什么。你最了解自己的状况和需求。当你不明白某些事或当你有所关切时，你要说出来并提出有关问题。你仍

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

需要密切跟踪投资过程。也许汽车正在稳速巡航，但你仍需要控制它，以保持正确的方向。

你不想纠结于琐事细节。你的投资顾问决定把投资组合的12%而不是15%配置小市值股票，这并不重要。但你的投资顾问就如何建构你的投资组合，应当有合理的解释。将某个资产类别、基金或证券纳入你的投资组合，都需要有深思熟虑的解释。涉及的每件事都需要理由。

投资顾问确实需要帮助你正确地掌握整体投资状况，这也是你为什么需要清晰知晓你获得了哪种类型的服务：投资管理、税收规划、物业管理等。你必须提前设定期望值。你希望从合作关系中获得什么？投资顾问希望从合作中获得什么？你最重要的关切是什么，投资顾问如何处理？投资流程如何考虑你的个人情况？要多久才能建立一个投资组合并开始运行？与他们合作的第三方服务提供商是谁（绩效报告、银行托管、报税、律师等）？他们的投资方法的原理是什么？投资组合再平衡政策是什么？正在执行的资产配置计划是什么？决定买卖的因素是什么？基本上，你必须明白他们的投资原则，以及如何应用到你的投资组合？提前收集所有这些信息，不仅是一个金融消费者的明智之举，还有助于鉴别某个投资顾问能否胜任未来的工作。

当你向候选投资顾问询问问题时，还需要考虑其他问题。你最关注的是什么？你对金融市场和投资顾问的总体经验如何？你如何将我的个人情况嵌入资产组合管理，使我的生活走上正轨？某项普通投资组合的全部费用有哪些（包括基金费用率和资产管理费）？你将使用哪些证券或基金来建构投资组合？投资方法背后的理论基础是什么？你从事这个行业的时间有多久？你的教育背景和专业资格怎么样？你能提供某个现有客户供我参考吗？

此外，还要问他们自己的钱如何投资。这不可能与客户完全一样，因为他们也有自己的特定情况，但总体的信息和方法应该适用。每一个投资顾问都应当对自己的投资理念有足够的自信，将其运用到自己的投

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

资过程，并以此作为谋生手段。

你的个人投资政策说明书应当以书面方式，明确地讲清楚所有这些问题。书面的投资政策可以为未来的会谈提供话题。它使得合作两方都对自己的行为负责。当短线投机诱惑在你心中翻滚时，投资顾问应该利用投资政策说明书提醒你坚守自己的投资计划，而你也可以用投资政策说明书让投资顾问言行一致，对他们的承诺负责。

基准评价和持续维护

大部分投资者认为设立基准主要用于衡量与指数相比的业绩，来比较跑赢还是跑输市场。但是在投资顾问－委托人关系中，计算业绩表现和绩效基准的主要理由是增进双方的沟通交流。评估业绩的目的不是要提供答案。它有助于发现投资者和投资顾问应该一起深入分析的问题。投资顾问可以此为起点，教育投资者明白什么有助于提升或拖累投资组合的业绩。投资业绩评价为讨论投资顾问的持续投资流程提供了根据。客户还应当考虑以下问题，以处理好与投资顾问的合作关系。

- 一旦投资组合建立起来并开始运行后，合作关系将会如何向前发展？
- 你们需要沟通的频率如何？月度报告？季度通话？面对面交流？或者主要是在线交流？
- 你的学习风格是什么？你如何得到最好的投资者教育？
- 如何确定你的资产组合的业绩基准与风险量度？
- 你多久查看或审查你的投资组合？定期报告的外观和细节如何？
- 如何交换信息？

一段时间后，你也想对你的投资顾问进行评估。判断投资顾问好坏的最好标准就是他们是否言行一致。一个优秀的投资顾问绝对能够解释他们的所作所为，但你必须确保他们遵守承诺。他们做了计划要做的事吗？他遵循拟定的投资流程吗？还是他们只会夸夸其谈，且犯了你在本

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

书中看到的同样的错误？如果他们不能履行曾经对你的承诺，那你可能需要换人。你可能不认可投资顾问为你做出的每一个举动，但如果他们基于投资流程就应该讲得通。如此，即使你可能感觉不舒服，你也不应该对他们的行为感到惊讶。

其他选择

你可能需要为一笔六位数的资产组合，找到一位投资顾问协助你一起工作。有些投资顾问主要服务于余额较低的的小客户群体，但比较少见。对于那些确实想要执行自动投资计划，不必做大量工作的人来说，智能投资顾问是一种很好的选择。像财富前线、贝特曼、利弗沃、嘉信理财等公司收费很低，完全自动化管理高度分散化的 ETF 投资组合。你只要填写一份风险容忍度问卷，它们就会代表你履行税收分割、资产再平衡、自动供款和收益再投资等服务。虽然你不会获得传统投资顾问提供的情绪辅导服务，但这也是一个很棒的起点，特别是对投资组合金额小的年轻投资者。智能投资顾问能提供的技术和服务随着时间推移会更好。这仍是一个年轻行业，未来的发展空间广阔，因而竞争也会更加激烈。对于那些达不到传统投资顾问要求的最低金额，或者只想寻求自动化资产组合管理能力的投资者，这是很不错的选择。

本章要点

- 当审查你接收的投资建议时，要有自知之明，保持谦卑，对未来市场不能信心满满。
- 如果你没有时间、专长或情绪控制能力来执行持续的投资计划，外包给投资顾问是明智的行为。
- 投资顾问提供的投资者教育和情绪指导，比管理投资组合更为重要。
- 在投资顾问－委托人的合作关系中，双方都必须设置合理的预期。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

结　论

在着手写作本书之前，我就如何推进本书写作、应该包括哪些内容等问题，向一些我最欣赏的财经作者和意见领袖征求意见。我收到的最好的一条建议非常简单、符合常识。此人告诉我在写作之前先问自己这个问题：

> 假设你的祖母来看你，想知道她能够且应该理解的关于投资的10项要点，你会告诉她什么？

我喜欢这条建议，因为它与沃伦·巴菲特每年写作著名的“致股东的信”的理念高度吻合，多年来巴菲特的信教给我很多关于投资的知识。当一堆MBA学生问到他的这种写作风格时，巴菲特回答：“当我写初稿时，我会与我的不太懂金融的姐妹们交流。我向她们解释她们需要了解的知识。我还会写一些与伯克希尔–哈撒韦公司不直接相关的通用知识。”[1] 巴菲特的非凡投资能力得到的赞誉独步天下，但我认为他用大众都能理解的语言，解释市场与投资相关的复杂问题的能力，实际上被忽视了。而这正是我写作本书所追求的目标。

基于复杂问题简单化、专业话题可理解的理念，我列出要告诉我祖母关于投资的10项要点，这些要点归纳了全书的信息，理解这些要点对她非常重要。

（1）**少即是多**。如果你耗费大量的时间与精力，使用更加复杂、更加主动的投资策略，你是否有可能获得持续跑赢市场的业绩？当然，一切皆有可能。但是，简单投资计划的魅力，在于你在享受生活的同时，**还能**实现投资目标。没有附加意义的财富毫无价值。时间往往是最有价值的商品，如果你使用简单的投资方法，可以赢得更多时间与心爱的人

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在一起，做你喜欢的事情，所产生的巨大效应是任何投资基准都难以衡量的。

况且，在投资过程中少做决策，可以降低因缺乏耐心做出错误决策，从而搞垮投资计划的可能性。

行动方案：

除去你的资产组合与投资流程中的脂肪。从最少化资产组合中的基金或股票的数量入手。除去任何你无法理解或没有足够理由持有的资产。

（2）**聚焦你能控制的因素**。影响金融市场与你的投资的因素如此之多，以至于不可能逐项全部列举。你只要记住，绝大多数因素你完全无法掌控。你是否操碎了心毫不重要，因为这种局面不会有任何改变。当市场或特定投资与预期相反时，太多的投资者会意气用事。市场从来不会专门与你作对。只聚焦那些你能控制的因素，建构合理的资产配置方案，理解你的风险偏好和投资期限，是降低或减轻那些折磨无数投资者，并在错误时间产生致命错误的负面情绪影响的最佳方式之一。

行动方案：

认真评估你的资产组合和投资流程。写下你投资过程中的每一步，只关注那些你能掌控的领域。对于你无法掌控的其他因素，不要瞎操心，但是千万不要让那些因素影响你的资产组合决策。

（3）**最佳投资流程指你愿意且能够跨越任何市场周期而坚守的投资方式**。如果不能跨越诸多不同的市场与经济环境而坚守，你采取何种策略实际上并不重要。所有人都要经得起时间的考验。它总是会发生。结构化你的投资流程，考虑这些因素和你的个性与情绪。基于规则的投资计划，有助于投资者遵守纪律，但是计划不会自动运行。你不能自行其是，应当坚守到底。如果你能够避免在市场承受压力及出现情绪强迫症时出现严重的行为偏差，当你的面前出现好的投资决定时就可以自动执行。

行动方案：

对自己要绝对诚实。回顾你在过去已经做过的一些最糟糕的投资决

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

策。现在，致力于建构你的投资流程，确保你在未来再也不会犯同样的错误。这种事情却总是发生。投资者面临的最坏境况是：没有吸取教训，总是一再犯同样的错误。

（4）**情商及对行为偏差的理解，远比智商更为重要。**一位成功的投资者知道如何统筹平衡风险与收益，对金融市场史有深刻理解，建构起深思熟虑、基于证据的金融资产组合。但是，如果没有良好的性情，缺乏常识，不能理解自己及人性，上面讨论的复杂问题都毫无意义。华尔街有一些最聪明的人，因为缺乏自知之明，无法克制自负及过度自信，最终爆仓。在金融行业有很多聪明人，但是很少有人能控制自己的情绪。你不仅要知道自己的弱点所在，还应当了解市场如何失去集体理性，正如我们观察到的金融史上那些疯狂的事件。

行动方案：

从上述错误清单，分析导致每项错误的行为偏差。随后，通过靠谱的、系统化的投资过程，自动产生好的投资决策，你不必担心那些行为偏差会干扰你未来的决策。

（5）**你肯定不会是下一个大卫·史文森，但没有关系。**非凡的投资业绩只属于世界上占比很小的伟大投资者群体，他们中的多数人有一些你永远无法模仿的优势。放弃这一白日梦，是成为较优秀投资者的第一步。你没有必要追求卓越，因为获得超出平均水平的业绩，就已经能够让你从同辈中脱颖而出，并超越一些规模最大的专业投资基金，正如我们在本书自始至终所观察到的现象。

采取被动的、系统的、可重复的投资策略，对大多数投资者是最优选择。少数主动投资者能够并确实跑赢市场。购买指数基金与ETF，比竭力选择少数持续跑赢市场的主动型基金，你获得成功的可能性更高。

行动方案：

照照镜子。你是否看到沃伦·巴菲特？如果没有，就不要谋求获得巴菲特多年以来的同一水平的收益率。相反，牢记他的长期投资理念，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

致力提高你的情商。

（6）**选股更加感性，但是资产配置对你的总体投资绩效与风险承受能力重要得多**。资产配置（即将股票、债券、现金与其他资产纳入你的资产组合）经常是投资流程中被忽略的部分，但不应轻视。虽然并不一定完美，但是如果投资者愿意长期坚守，跨越较长时期的多元化资产配置方法，会给投资者带来更高的成功概率。

分散化的资产组合并不刻意管理波动率，尽管分散化常常会带来这一副产品。分散化确实有助于管理你的情绪。这并不意味着你的资产组合不会下跌，或逃脱你置身于其中的某个市场的崩盘。恰如在棒球比赛中放弃全垒打和三振，接受保送与安打。

在牛市中，风险管理往往被置之度外。没有人考虑分散化。所有人都希望只参与能跑赢市场的最优市场、行业与股票。这种感觉往往稍纵即逝，因为在市场中任何领域的业绩超常都难以持续。资产配置、分散化、定期再平衡、严格执行计划的纪律性，虽然难以让人兴奋，却是你作为投资者所拥有的最佳风险控制方法。

行动方案：

评估你目前的资产组合，包含股票、债券、现金及其他资产。分析现有资产配置是否与你的风险偏好及投资期限相匹配？如果不是，尽快调整。不要犹豫。

（7）**慢慢变富，千万别急**。存钱往往胜过最佳投资策略。即使你能够像有史以来的那些最伟大的投资者一样，获得卓越的投资业绩，如果你不费尽心血存钱，要想积累财富也无法如愿。因此，在你的投资计划之中，储蓄应当是压倒一切的最优先事项。虽然定期定额作为一种简单的策略，有利也有弊，不过，它不仅是一种风险与情绪管理方式，而且特别实用，因为你可以从你收到的每一笔定期收入中直接存钱。自动执行储蓄过程是建立长期储蓄的最优方式之一，因为你不能再随意变动决策。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

最舒服的财务建议总是短期导向，而难受的财务建议本质上是典型的长期导向。你有必要经常做出难受的决策，避免犯可能承担不可逆风险的严重错误。高频交易者（HFT）尽力通过股票的极端短期波动来套利，其交易过程往往不到一秒。这不是你能参与的游戏，因为你无法在这个层面竞争。面对长期投资者，华尔街无法有效套利。因此，作为投资者，时间套利是你拥有的最大优势之一。不要轻视这一点，长期收益是唯一重要的关键问题。

行动方案：

明确“长期”对你和你的特定目的的意义。你的储蓄可能有诸多目的，由此确定每项目的所对应的特定投资期限，作为制定投资决策的依据。

如果你尚未实现储蓄目标，则建立每月收入自动扣减的储蓄机制。每当收入上升时，储蓄金额也就相应增加。如此，即使有投资损失，你也不会特别在意，从而有效降低损失厌恶效应。

（8）**如果不偶尔输钱，你不要想在股市赚钱。**1928 年以来，平均意义上讲，股票市场每年有 3 次下跌超过 5%，每年有 1 次下跌超过 10%，每 4 年有 1 次下跌超过 20%，每 10 年有 1 次下跌超过 30%。从 1928 年以来，有 4 次下跌达到 50% 或更多。不过，在此期间，每 7.5 年股票市值可以翻倍。如果按通胀调整，每 10 年可以翻倍。这是投资者不得不面对的困局。股票能够长期获利的原因，在于短期有能力下跌。正如梅纳德·凯恩斯曾经说的：“我应当不断强调，严肃的投资者的责任是平静接受投资损失，而不是自责。投资者应当主要关注长期结果，并基于长期结果进行评价。”

这就是理解你承担风险的能力与意愿如此重要的原因所在。如果你不能承受损失，则应当将更多资金配置到低波动性的资产。但是应当明白，如果你持有风险规避型的资产组合，为实现财务目标，你需要储蓄更多。股票的长期收益率超过债券，但是在你最需要钱时债券更加稳定。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

市场下跌后，投资者感觉债券更安全，而股票风险更高。我们在生活中每次卖出之前购买的其他物品时都会感到兴奋，但金融投资不会这样。

不从长期视角观察，市场绩效可能非常凌乱。由此建构你的资产组合和投资心态。成功的投资短期可能痛苦，长期却很靓丽。

行动方案：

在下次市场下跌之前（而不是之后），明确你在财务上和心理上可能承受的损失。股市头寸千万不要超过你的损失承受能力。过高投资只会导致在错误时点做出错误决策。

（9）**金融行业普遍缺乏简单、纪律、耐心及着眼长期等特征。**这些特质是你的优势。随着你周围的世界变得越来越快，更加即时化，存在各种诱惑，导致做出不考虑后果的临时决定。先干再想的不良心态普遍存在。在金融市场这一点尤为明显，投资者多年来已经转向短期主义者。无论如何都需要防止这种思维方式。评判专业投资者绩效的考核周期越来越短，难以采用长期思维，但是个人投资者除了自身原因外没有外部压力。建构严格遵守的投资计划，利用你特有的投资期限优势。你应当清晰地认识到，采取长期投资策略而不是短期投机，将提高你长期成功的可能性。

风险管理应当总是优先于追求短期业绩。控制资产组合风险的最优方式之一，是准确理解你持有哪些资产与持有的理由。你的各类资产的典型价格波动方式？你的资产组合中含有哪些类别的证券？这是简单化作为一种有效风险控制方式的原因。不必过度关注你的资产组合在某个时候的持仓。

行动方案：

你是否有投资计划？是书面的吗？是否包括你所有的投资目标与预期？如果不是，优先干这件事，简单行事，明确如何强迫自己进行长期思考与行动，避免短期投资行为。

（10）**如果没有附加价值，财富什么都不是。**尼克·默里曾经说过："即使你有金山银山，如果你仍然心绪不佳，你也并不富有。"[2] 归根到

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

底，只有当你运用财富能提高生活的幸福度和满足度时，财富才有意义。伊丽莎白·邓恩（Elizabeth Dunn）与迈克尔·诺顿（Michael Norton）在著作《幸福的财富：精明花钱的科学》（*Happy Money: The Science of Smarter Spending*）中实施了一系列实验，分析如何通过花钱来提高幸福水平。他们发现有5种不同的方式：

- 购买经历；
- 接待亲友；
- 购买时间；
- 为未来的消费买单；
- 投资他人。

确实有趣，带来最大幸福效应的花钱方式居然是花多少钱在别人身上。诸多研究表明，某人在别人身上投入越多，幸福感越强。实际上，并不需要投入巨资。即使捐点小钱也可以改善情绪。邓恩与诺顿发现慈善捐款对于幸福水平的提升两倍于家庭收入。[3] 通过投资组合积累财富并不只是积聚资产，而是为你的资产寻找价值。

投资，归根结底，是推迟今天的享受，来换取未来的享受。当你开始财富积累过程时，你应当花时间和精力去思考你的财产的用途。

行动方案：

不要钻到钱眼里。给你的资产赋予价值，着眼于实际价值。搞清楚你的财产如何才能给你带来幸福，寻找享受财富的方式。

书单

市场经验无可替代，不过我学习投资与金融市场史的主要方法是读书。多年来获益最多的书目如下：

尼克·穆里的《简单财富，必然财富》(*Simple Wealth, Inevitable Wealth*)

詹森·茨威格的《财富与大脑》(*Your Money and Your Brain*)

丹尼尔·卡尼曼的《思考，快与慢》(*Thinking, Fast and Slow*)

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

威廉·伯恩斯坦的《投资的四大支柱》(*The Four Pillars of Investing*)

约翰·博格的《投资常识》(*The Little Book of Common Sense Investing*)

詹姆斯·蒙蒂尔的《投资行为学》(*The Little Book of Behavioral Investing*)

杰里米·西格尔的《股市长线法宝》[一](*Stocks for the Long Run*)

罗伯特·哈格斯特朗的《巴菲特的投资组合》[二](*The Warren Buffett Portfolio*)

珍妮特·洛尔的《查理·芒格传》(*Damn Right: Behind the Scenes with Berkshire Hathaway Billionaire Charlie Munger*)

罗伯特·哈格斯特朗的《查理·芒格的智慧：投资的格栅理论》[三](*Investing: The Last Liberal Art*)

迈克尔·莫布森的《实力、运气与成功》(*Success Equation: Untangling Skill and Luck in Business, Sports, and Investing*)

爱德华·钱塞勒的《金融投机史》[四](*Devil Take the Hindmost*)

霍华德·马克斯的《投资最重要的事》(*The Most Important Thing*)

里克·费里的《资产配置》(*All About Asset Allocation*)

查尔斯·埃利斯的《赢得输家的游戏》(*Winning the Loser's Game*)

[一]~[四] 此书中文版已由机械工业出版社出版。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

复旦师弟罗桂连博士领衔翻译《投资者的心灵修炼》，邀我作序，欣然提笔。作为投资人，若想在正确的时间、地点，选择正确的投资标的，归根结底还要靠人，靠人的心灵修炼。真正成功快乐的人多是简单、正直、没有私心与坚忍不拔。人生不是一场物质的盛宴，而是一次心灵的修炼。修炼好的人生在谢幕之时将比开幕之初更为高尚！

—— **林利军** 正心谷创新资本 合伙人

投资是科学，也是艺术，更是一项持续的修炼。你不仅需要经济分析的框架与逻辑，还需要对人性和情绪的洞察，更是与自己及大众的贪婪和恐惧的较量，可能输赢并非那么重要，重要的是持续的修炼和终身的学习，当然能赚钱是更好了。相信经历了这些磨练，收益是一个自然而然的结果，《投资者的心灵修炼》是一个好的借鉴和起点，我迫不及待地要把它推荐给读者。

—— **邵宇** 东方证券股份有限公司 首席经济学家

要成为金融市场成功的投资者，不仅要有一套超越大众并适应市场特性的思维方法，更要磨练出超越大众和本我弱点的"高异心性"。得知罗桂连先生在工作之余牵头将本·卡尔森所著的《投资者的心灵修炼》译成中文，欣然推荐。该书在内容上覆盖了金融市场投资所涉及的所有关键问题，澄清了许多大众化的认识误区，对于投资者提升专业思维和心性均有启发意义。作者兼具丰富的实践经验和方法论，善于化繁为简，所以专业投资者和普通投资者都容易从书中吸取教益。

—— **王家春** 中国保险行业协会 首席长期利率专家

罗桂连博士的译作《投资者的心灵修炼》给我看了翻译稿，颇多心灵相通的共识。由此，欣然提笔，将我在国内投资行业长期积累的感悟整理出来并推荐本书。投资是离钱最近、门槛最低的行业，也是最难的行业。我整理的《投资十要十不要》，是我这些年一直坚守的投资基本原则，也是投资长跑中的经验之谈。

—— **郝联峰** 中华联合保险研究所 所长



WILEY
www.wiley.com

Copies of this book sold without a Wiley sticker on the cover are unauthorized and illegal

上架指导：金融投资

ISBN 978-7-111-57012-7



定价：59.00元

投稿热线：(010) 88379007
客服热线：(010) 68995261 88361066
购书热线：(010) 68326294 88379649 68995259

华章网站：www.hzbook.com
网上购书：www.china-pub.com
数字阅读：www.hzmedia.com.cn